

中国金融四十人论坛书系
CHINA FINANCE 40 FORUM BOOKS

股灾过后，监管教训几何？
暴涨之后必有暴跌？监管如何摒弃“父爱主义”？

泡沫的终结

透视中国股市异动

管 涛 邓海清 韩会师 ◎ 著

THE END OF BUBBLE

会诊2015股市异动
理性发声，促进中国股市原力觉醒



中信出版集团 | CHINA CITIC PRESS

版权信息

书名:泡沫的终结：透视中国股市异动

作者:管涛,邓海清,韩会师

ISBN:9787508662749

中信出版集团制作发行



中国金融四十人论坛书系

“中国金融四十人论坛书系”专注于宏观经济和金融领域，着力金融政策研究，力图引领金融理念突破与创新，打造高端、权威、兼具学术品质与政策价值的智库书系品牌。

中国金融四十人论坛是一家非官方、非营利性的专业智库，专注于经济金融领域的政策研究。论坛由40位40岁上下的金融精锐组成，即“40×40俱乐部”。本智库的宗旨是：以前瞻视野和探索精神，致力于夯实中国金融学术基础，研究金融领域前沿课题，推动中国金融业改革与发展。

自2009年以来，“中国金融四十人论坛书系”已出版40余本专著、文集。凭借深入、严谨、前沿的研究成果，该书系已经在金融业内积累了良好口碑，并形成了广泛的影响力。

序言
不要浪费这次股市异动

2015年，中国股市发生了从牛市到熊市快速切换的异常波动（以下简称股市异动），举世震惊，这引起了从政府到民间的深刻反思。然而，辩证地看，中国资本市场发展历史还很短暂，股市快涨快跌的不成熟，都是成长中的“烦恼”。有些问题早些暴露，也不一定是坏事，可以为后人师、为来者戒。所以，大多数人的看法是，不能浪费了这次股市异动，而应该从中认真总结和吸取教训，避免将来重蹈覆辙。

有鉴于此，2015年7月中旬，股市开始暴跌不久，中国金融四十人论坛（CF40）学术委员会即讨论决定成立课题组，委托我牵头，组织专人对此问题开展全面、专业和独立的研究。课题组成立不久，即陆续提交了一系列研究成果。其间，根据股市的动态发展变化，课题组积极为政府应对股市异动建言献策。随着股市异动逐渐平息，课题组及时转入系统、深入的研究，终于有了这份研究报告。

本报告从原因分析、救市总结、影响评估和启示建议四个方面对这次股市异动进行了研究，是现有相关研究成果中最全面、最系统的了。然而，正如前美联储主席伯南克在其成名作《大萧条》一书中所言，解释20世纪30年代的大萧条是宏观经济学的“圣杯”，大萧条不仅使宏观经济学成为一个独立的研究领域，而且还持续影响着宏观经济学家们的信条、政策建议和研究进程（这一点常常没有被充分认识到）。通俗地讲，对大萧条经济学的研究，迄今为止依然是常做常新，没有止境。

相信这次对中国股市异动的研究，也只是刚刚开始。甚至因为发生的时间并不久远，有些认识可能还远远没有到位，或者因为种种忌讳而

没有说透。因此，我们这份研究报告只能算是一个初步的、阶段性的成果，还有待不断完善和深入。这份报告的内容涵盖非常广泛，我不想一一“剧透”，而是留给大家去读、去想、去评。但在研究过程中有两点最突出的感受，在此愿意同大家分享。

官方总结这次股市异动，既反映了我国股市的不成熟，包括不成熟的交易者、不完备的交易制度、不完善的市场体系、不适应的监管制度等，也充分暴露了证监会监管有漏洞、监管适应能力弱、监管不得力等问题。对于上述观点，本课题组高度认同。同时，本次股市异动的更深层次原因是，没有逃脱暴涨之后必然有暴跌的市场定律。正如跨境资本流动冲击都是从资本流入开始一样，没有前期的大规模对外举债，就不会有后期的资本集中流出可能诱发的货币危机和债务危机。股市的快涨之后大都以快跌收场。据传，克林顿政府时期，曾试图把美国的股指上涨归为政府的经济成绩，但有人规劝克林顿说，现在股市上涨是政府的成绩，那将来股市下跌是不是又将成为政府的失败呢？克林顿因此作罢。而贯穿本报告始终的中心思想也是如此，是课题组强烈呼吁的，也即中国发展资本市场不应以股指涨跌论英雄，既要防跌也要防涨，尤其要高度警惕股市的异常上涨。也正是从这个意义上讲，我们将中国这次股市异动分成了四个阶段，第一个阶段就是从股市异常上涨开始的。

促进股市健康发展仍是中国政府既定的改革方向。说到底，中国股市周而复始地大涨大跌，都是青春期的躁动。然而，正如权威人士所指出的，股市、汇市、楼市要回归到各自的功能定位，尊重各自的发展规律，不能简单地作为保增长的手段。其中，股市要立足于恢复市场融资功能、充分保护投资者权益，充分发挥市场机制的调节作用；加强发行、退市、交易等基础性制度建设，切实加强市场监管，提高信息披露质量，严厉打击内幕交易、股价操纵等行为。对此，课题组在报告中也一再强调，坚持发展多层次资本市场的方向不动摇，同时不要赋予股市过多的功能——尤其是社会功能，当作政策工具，要杜绝监管的“父爱主义”，坚持发展“市场化”的股票市场。

2015年9月，吴晓灵、李剑阁、王忠民等业界前辈，牵头完成了《完善制度设计、提升市场信心，建设长期健康稳定发展的资本市场》的课题报告。我们在本报告的写作过程中，学习借鉴了不少有益的内容，同时也用这份报告向前辈们学习和致敬。

本课题组的成立，是郑京平先生率先倡议，并得到了钱颖一、阎庆民、潘功胜、袁力、黄益平、黄海洲、钟伟等中国金融四十人论坛学术委员和王海明秘书长的大力支持。在报告写作过程中，论坛先后组织了三次内部研讨会，谢平、余永定、朱云来、缪建民、高善文、徐高、林采宜、许宪春、纪志宏、廖岷、魏加宁、李文红、温信祥、王春英、王允贵、张健华、刘晓春、李麟、鲁政委、刘宏海、孙明春、瞿强、任若恩、张斌、程漫江、高占军、张忆东、王涵、刘燕、刘冬、郭宇航等领导和业界专家给报告提出了非常专业的意见和建议，令我们受益匪浅。2016年4月论坛成立8周年年会期间，课题组专门发放了调查问卷，收回67份有效问卷，为报告夯实结论增色不少，在此表示由衷的感谢。论坛的廉薇、马冬冬、陈蓓为课题研究提供了许多帮助，在此一并表示感谢。最后，还要感谢中信出版社的副总编辑乔卫兵先生，为本书的出版付出的诸多努力。

本课题组成员来自券商、银行、交易平台和智库。在整个研究过程中，始终秉承专业和独立的精神。报告由我负责统纂，第一章由韩会师（中国建设银行）负责撰写，第二章和第三章由邓海清（九州证券）、陈曦（九州证券）和方岑（九州证券）负责撰写，第四章由管涛（中国金融四十人论坛）、邓海清（九州证券）和陈曦（九州证券）负责撰写，附录由中国金融四十人论坛的廉薇和胡冰负责整理。马天平（中国工商银行）、魏贞珍（全国中小企业股份转让系统）参加了报告初期的讨论，并提交了相关研究成果。报告所呈现的内容均代表个人学术观点，不代表其所在机构和单位的意见。

从我个人专业背景来讲，涉足资本市场问题有班门弄斧之嫌，更多

的是学习而非研究，尤其是向课题组其他成员学习，向业界其他领导和专家学习。驾驭这样一个宏大的课题，个人学识和能力有限，疏漏在所难免，欢迎大家指正。

做股民难，做中国股民尤其难。有人做过测算，从1992年开始入市，中国股民的一元钱投入到现在只有几角收益。其结论是，买A股是件不赚钱的事儿。我们衷心希望，历经波折后，中国股市的明天会更好。中国股市能摆脱暴涨暴跌、牛短熊长的魔咒，从此走上健康发展的道路。股市回归其投融资功能的定位，最终成为国家、公司、股民三方均受益的市场！

管涛

2016年6月8日

第一章
会诊中国股市异动的成因

2014年7月，中国股市出现了一轮凌厉的上涨，截至2015年6月12日，上证综指收报5166点，累计上涨152%。但2015年6月15日至2016年1月28日，经历了三波较大的下跌之后，上证综指报收2656点，累计下跌48.6%。痛定思痛，虽然中国股市暴涨暴跌的异常波动（以下简称股市异动）爆发与不断恶化的原因不一而足，但总体上可归类于三大类，即经济因素、市场因素与监管因素。

第一节
回首2015年中国股市异常波动

就像跨境资本流动冲击总是从资本流入开始一样，股市异动的发生也是从上涨开始的，没有之前的暴涨也就不会有以后的暴跌。

一、股市异动1.0：股市快牛不期而至

自2007年10月上证综指在6124点的历史峰值掉头走低之后，A股就在漫漫熊途中渐行渐远。虽然2008年11月至2009年8月出现一波强劲反弹，但考虑到彼时国际上美联储全面展开量化宽松，国内全面推进高投资、高信贷的经济刺激计划等内外客观因素，那一波反弹主要拜流动性的爆发性宽松所赐，和实体经济并无多少联系。因此，随着全球经济形势的不断恶化，以及市场在流动性盛宴初期的亢奋逐渐消退之后，从2009年8月开始，A股不可避免地再次掉头向下，这一跌就是漫长的5年，截至2014年6月底，上证综指已经跌至2050点附近，较2009年8月的反弹高位下跌约41%，较2007年10月的历史峰值下跌约67%。

2014年第一、二季度，我国GDP（国内生产总值）同比增速分别为7.3%和7.4%，增速下滑丝毫未见扭转迹象，2014年全年增速低于2013年7.7%的水平逐渐成为共识。但匪夷所思的是，就在经济增长悲观情绪弥漫市场的时候，A股毫无征兆地从2014年7月开始稳步反弹，直到2015年1月初，上证综指突破3300点之后才进入阶段性的横盘整理，6个月的时间上证综指月均上涨约200点（见图1.1）。面对2014年全年GDP增速7.3%，较2013年下滑0.4个百分点的经济数据，市场的做多热情并未受

到明显影响，仅仅过去2个月，从2015年3月开始，A股继续上扬，而且这一波上扬的速度更快，2015年4月27日上证综指首次突破4500点，不到两个月的时间，涨幅约1200点。与此同时，2015年第一季度的GDP同比增速已经下滑至7.0%，社会各界对2015年经济增速能否“保7”已经出现较大分歧，但经济增长前景的恶化并未拦住A股上行的步伐，5月21日，上证综指在徘徊了不到1个月之后再次突破4500点，并在短短11个交易日之后，于6月5日突破5000点大关。

没有人能从经济基本面给A股的持续飙升找到足以服众的理由，甚至随着A股的强势上扬，“经济越差，股市越会上涨”的逻辑逐渐成为主流思维，A股市场已经完全与理性和逻辑脱钩。在上证综指突破5000点之后，资本市场的主流舆论鲜见理性的反思与风险提示，6000点近在眼前、7000点并不遥远、10000点才是终点等极度非理性的市场预测横行无忌，“病态”“疯狂”都不足以形容弥漫A股市场的狂躁氛围。

然而，疯狂的结局几乎一定是悲伤。

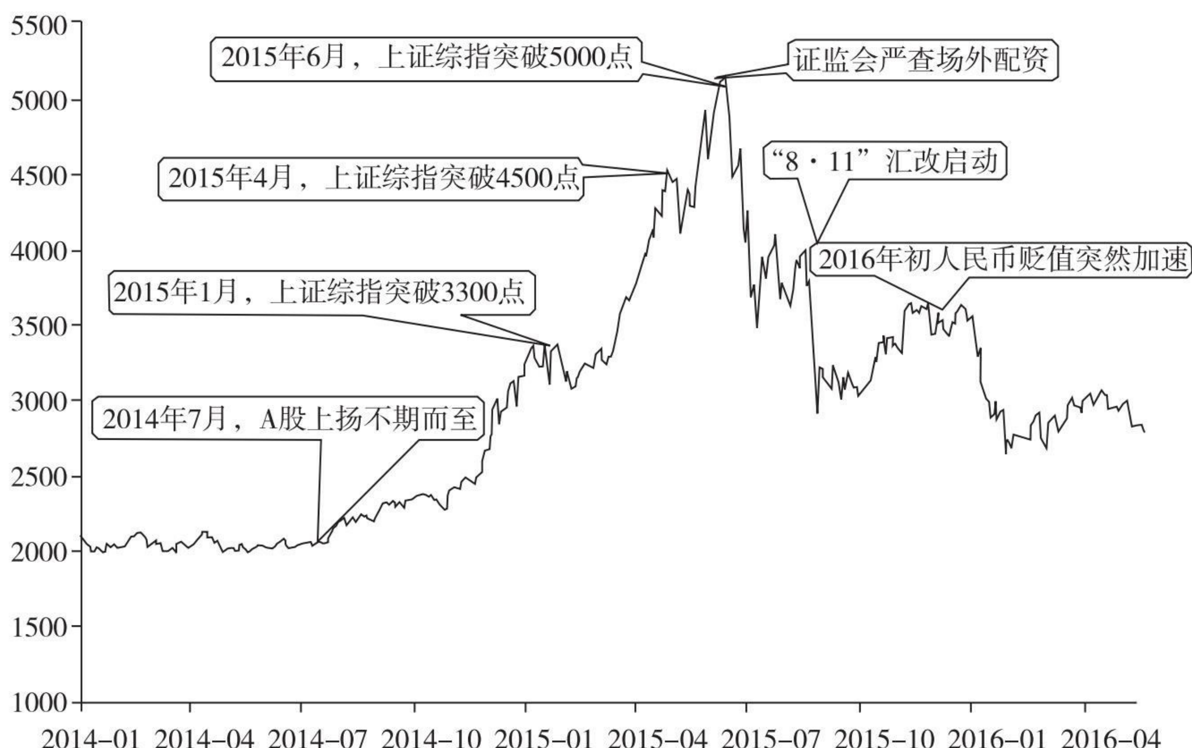


图1.1 股市泡沫迅速积累

数据来源：Wind

二、股市异动2.0：股市牛熊快速切换

2015年6月15日，星期一，在经历了一个人心惶惶的周末之后，上证综指开盘即下挫，并迅速击穿5100点，全天下跌103点，跌幅2.0%，也正式拉开了A股新一轮股市异动的帷幕。然而，就在上一周，上证综指已经连续5个交易日收盘在5100点上方，市场对6000点，乃至10000点的期盼如烈火烹油。6月12日，沪深两市券商融资余额达2.22万亿元，当周净流入599亿元，资金跑步入市的步伐清晰可见。

在风光似乎一片大好的情景下，投资者之所以在周末忐忑不安，6月15日的下跌之所以在意料之中，是因为6月12日，中国证券业协会发布了《证券公司外部接入信息系统评估认证规范》，明确规定"证券公司不得直接或间接支持信息技术服务机构等相关方利用外部接入信息系统开展证券经纪业务"。由于规模庞大的场外配资和伞形信托均须借助证券公司提供的系统接入端口才能进入股市进行证券交易，所以这一规定实际上是斩断了多数场外杠杆资金的入市通道，这无疑将导致形成巨大的市场抛售压力。就在市场为此项新规能否得到坚决执行而满腹狐疑之际，6月13日监管部门发布《关于加强证券公司信息系统外部接入管理的通知》，明确要求中国证券业协会制定证券公司信息系统外部接入的规范标准，对证券公司是否符合有关规范标准进行评估认证，并将认证结果报告监管部门。上述表态沉重打击了市场的侥幸心理，监管层严格杠杆资金监管，股市可能面对的巨额抛售风险瞬间从山雨欲来转变为近在眼前。

6月15日A股收跌之后，6月16日，上证综指跳空低开，5000点整数关键点位很快失守，收报4887点，全天下跌3.5%，两日内累计跌幅达到5.4%。2015年6月15日至7月8日收盘，A股始终未能出现明显的反弹，

上证综指由5166.35点快速下跌至3507.19点，短短17个交易日跌幅高达32%（见图1.1）。在此期间，监管当局利好频出，其中较为突出的有：6月27日，央行宣布自28日起降息0.25个百分点，并有针对性地对金融机构实施定向降准；6月29日，《基本养老保险基金投资管理办法》向社会公开征求意见；7月4日，中国证券业协会宣布，21家证券公司共同出资1200亿元投资蓝筹股ETF（交易型开放式基金）。但市场面对诸多利好反应冷淡，直到7月9日公安部门进驻，会同监管部门排查恶意卖空股票与股指的线索，A股跌势才暂时中止。与此同时，监管部门要求上市公司从“大股东增持、回购股票、董监高增持、股权激励、员工持股计划”五项措施中选择一个送利好。

三、股市异动3.0：第一次股汇双杀

2015年7月9日至8月17日，在公安部门和监管部门排查恶意做空的同时，证金公司同时筹集巨额资金托市，A股自7月9日开始反弹，整体呈横盘整理行情，最高于7月24日触及4184点，但此阶段市场情绪依旧紧张。8月11日央行改革汇率中间价报价机制，同时人民币剧烈波动，银行结售汇逆差急剧扩大，市场开始担忧人民币贬值将加剧资本外流，进而对股市产生负面影响。事后数据也证明，市场的担忧并非空穴来风，8月银行代客结售汇逆差高达1280亿美元，环比增长349%。

被人民币贬值掀起的悲观情绪尚未消退，“救市国家队”退出的消息又给了A股一记重拳。8月14日星期五，监管部门公告，宣布证金公司将部分股份转让给中央汇金公司，证金公司在今后若干年内不会退出市场，但一般不入市操作。此前市场曾有传闻，监管部门召集券商开会商讨救市资金如何退出，后虽被辟谣，但市场已如惊弓之鸟。市场自动忽略了公告中关于“证金公司在今后若干年内不会退出市场”的承诺，而是将关注重点集中于“一般不入市操作”的表述。本已因人民币突然贬值而紧张的市场情绪再次急剧恶化。经历了8月17日一天的横盘震荡之后，

A股自8月18日再次大幅下跌，至8月26日上证综指最低触及2851点，收报2927点，相比8月17日收盘价，7个交易日跌幅高达28.6%，下跌速度超过6月15日至7月8日的第一波下跌（见图1.1）。

四、股市异动4.0：第二次股汇双杀

经历了两轮暴跌，A股自8月27日起开始反弹，上证综指在11月初重新突破3500点，此后直至12月25日，维持在3450~3650点的狭窄区间震荡。此时，人民币汇率的再次快速贬值又给了A股重重一击。

2015年12月，人民币对美元汇率持续走弱，与此同时，资本外流情况依然未见好转，境内银行结售汇持续逆差。2015年8~12月，银行代客结售汇实现逆差4042亿美元，同期外汇储备下降3209亿美元。境内外关于人民币在2016年将继续大幅贬值的舆论炒作也在这种背景下急剧蔓延，人民币对美元汇率何时“破7”成为市场讨论热点。人民币贬值对中国经济的忧虑情绪，以及资本外流对流动性的紧缩作用均对股市构成压力。

2016年1月4日，即2016年第一个交易日，央行人民币中间价突然改变“8·11”汇改确立的定价规则，脱离前一交易日收盘价，大幅低开96个基点。人民币中间价的突然贬值带动即期汇率随之跳水，当日人民币对美元在岸即期汇率大跌402个基点，人民币离岸即期汇率大跌593个基点，境内外汇差拓宽到900个基点以上。人民币开年首个交易日的大幅贬值进一步刺激了人民币的贬值预期，资本外流压力加大。同日A股以暴跌结束了维持两个月之久的横盘行情，上证综指单日下跌243点，跌幅6.9%，连续击穿3500、3400和3300三个整数点位。此后人民币继续贬值，直至1月8日才基本企稳，5个交易日人民币对美元累计贬值1.5%，是“8·11”汇改之后最快的阶段性贬值，同期上证综指下跌10.0%。

1月8日开始，央行在境内外市场稳定即期汇率，人民币贬值势头被有效遏制，但汇率的稳定并未导致贬值预期的消退，资本外流压力依然较大，A股的下跌势头也随资本外流延续，直至1月28日，A股的第三波下跌才告一段落，再次出现横盘。上证综指收盘于2655.66点，1月4日至28日，上证综指累计下跌25.0%（见图1.1）。

此阶段，“熔断机制”的推出在一定程度上对此轮股市异动起了推波助澜的作用。2016年1月4日熔断机制正式生效，以“沪深300指数”为标的，设置5%和7%两级熔断阈值。熔断机制的初衷是降低市场波动性，但其设计上的缺陷却使其未能发挥预期的作用，反而加剧了市场的流动性风险。首先，国际上较为流行的是“熔断机制+无涨跌停板”的制度组合，而我国采取的是“熔断机制+个股涨跌停板”的制度组合，这实际上相当于给大盘设定了7%的波动限制，相比熔断机制推出前，市场流动性更低。其次，第一级熔断阈值5%的波幅偏窄，从历史数据看，A股大盘波动5%较为常见，较窄的熔断阈值容易刺激市场的恐慌。最后，熔断两级阈值之间的间隔较窄，仅有2%，在磁吸效应作用下，原本作为市场冷静期的15分钟暂停交易时间反而容易成为恐慌期，即一级熔断的发生很可能会加速二级熔断的到来。从熔断机制实践看，市场在1月4日和1月7日短短4天内两度触发二级熔断，说明熔断机制并未发挥其制度设计的预期作用，监管部门不得不于1月7日宣布暂停熔断机制。

课题组并非认为熔断机制是股市异动的主要原因，将2016年初的A股第三波下跌完全归咎于熔断机制既不客观，也不公平。但课题组认为，在投资者信心严重不足、市场客观上存在较大下行压力的情况下，设计得有所欠缺的熔断机制会加剧流动性风险，从而客观上助长了抛售压力。

第二节
股市异动的经济因素

一、宽流动性形成股市泡沫的温床

（一）宽流动性助推股市泡沫是全球普遍现象

从国际经验看，流动性泛滥往往容易导致资产价格泡沫，而股票市场在流动性方面的优势使其更容易吸引巨额资金。历史上诸多股市泡沫的膨胀过程均离不开充裕流动性的支撑。1997年亚洲金融危机爆发后，大量国际资本回流美国，而美联储1998年9月至11月连续三次降息，进一步拉低了资金成本，这是美国股市互联网泡沫迅速膨胀的重要背景。

次贷危机爆发前，美联储将联邦基金目标利率从2000年5月的6.5%一路下调至2003年6月的1.0%，直至2004年6月才启动加息。长期的低利率政策大幅拉低了融资成本，这是美国房地产市场爆发性增长的重要原因，也为次贷危机埋下了伏笔。但其实美国股市在低利率环境下的上涨幅度并不逊色于房地产市场。根据S&P/CS（标准普尔/凯斯-席勒）房价指数，2000年6月至2006年7月房价见顶，美国20个大中城市房价累计上涨96%。而美国股市度过互联网泡沫破灭后的调整期之后，从2002年第四季度开始反弹，2007年10月才见顶，其间美国三大股指道琼斯、标准普尔500和纳斯达克的最大涨幅分别为97%、105%和158%。

我国2007年A股泡沫的产生也与国内流动性较多密切相关。2005年“7·21”汇改启动之后，人民币稳步升值，一方面对外贸易持续高额顺差，另一方面国际资本通过各种渠道涌入我国，导致金融机构外汇占款

余额快速飙升。2005年6月外汇占款余额仅为6.26万亿元，至2007年9月底，即A股暴跌之前，外汇占款余额已达12.57万亿元（见图1.2）。为了对冲过多的流动性，央行一方面大幅提高存款准备金率（见图1.3），另一方面大量增发央行票据，2005年6月底，央行票据余额仅1.65万亿元，2007年9月底已达3.90万亿元。

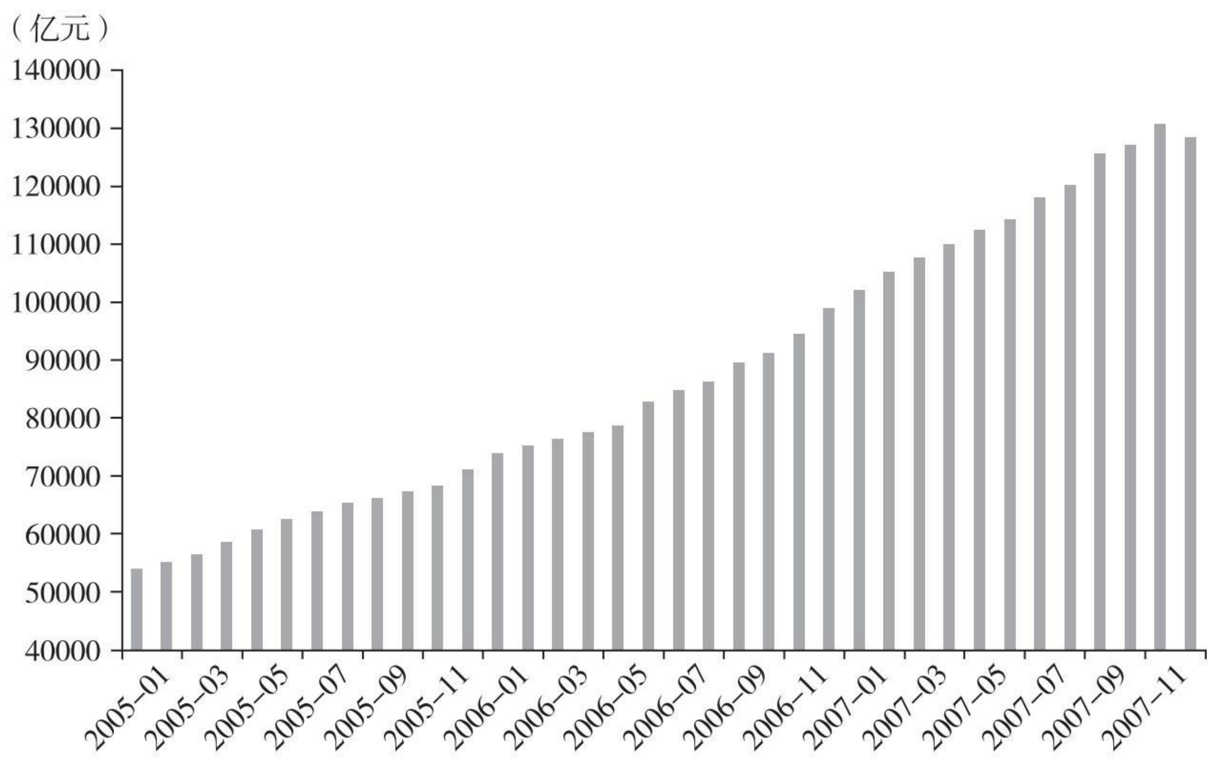


图1.2 金融机构外汇占款余额

数据来源：Wind

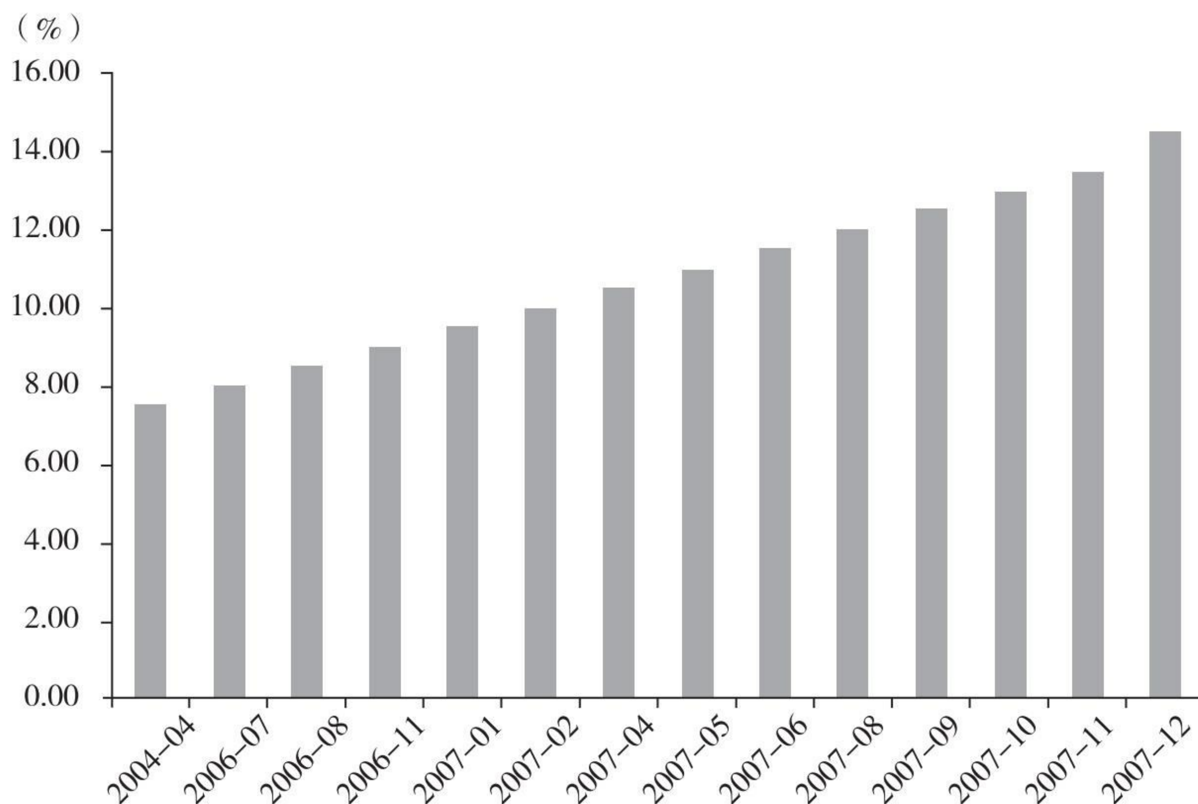


图1.3 大型存款类金融机构2004~2007年存款准备金率调整情况

数据来源：Wind

本次A股泡沫产生的重要背景之一是2014年以来持续的流动性宽松。2014年至2015年6月股市下跌前，一年期存款基准利率由3%下调至2.25%，存款准备金率由20%下调至18.5%。当然，必须指出的是，央行降息降准的本意是为经济结构调整与稳增长创造良好的货币环境，理论与实务界均对此持支持态度，央行并不存在为股市上涨提供“弹药”的主观意图。但从时间点上看，股市暴涨开始的时点与2014年11月首次降息开始货币宽松周期是一致的。流动性充足与实体经济投资机会缺乏，导致了“资产荒”的出现。由于坏账率飙升、房地产投资收益下滑等原因，大量银行资金不愿投向信贷，而是通过场外配资、融资融券等方式进入股市，成为股市加杠杆的主要资金来源，是导致股市泡沫的重要原因。

（二）A股暴跌是全球市场风险的局部突出表现

本轮A股暴跌之前，全球股市在泛滥的流动性与经济复苏预期双重推力下的牛市行情已经接近转折点，海外市场的下跌甚至早于A股，只不过其下跌的步伐比较平缓，并未引起足够关注（见表1.1）。A股暴跌在一定程度上是全球资本市场下滑风险的局部突出表现，只不过A股高速去杠杆诱发的下跌速度太快，使其成为全球焦点，并助推了全球股市的集体调整。

表1.1 全球股市触顶时间与点位 （单元：亿美元）

指数名称	触顶时间	最高点位
道琼斯工业	2015. 5. 19	18351. 36
标准普尔 500	2015. 5. 20	2134. 72
德国 DAX	2015. 4. 10	12390. 75
富时 100	2015. 4. 27	7122. 74
法国 CAC40	2015. 4. 27	5283. 71
韩国综合	2015. 4. 24	2189. 54
孟买 SENSEX30	2015. 3. 4	30024. 74

数据来源：Wind

全球资本市场之所以在2015年上半年纷纷触顶，首要原因在于经济复苏乏力。除美国经济增长较为平稳以外，大型发达经济体普遍增长前景黯淡，大规模量化宽松虽然对稳定资产价格起到了积极作用，但对欧元区和日本为代表的大型发达经济体的经济增长并未起到足够的提振作用。欧元区自2013年第三季度走出GDP负增长泥潭之后，以不变价核算，GDP季度同比增速始终未能突破2%，截至2015年底，GDP季度增速峰值水平仅为1.8%。日本情况更为糟糕，以不变价核算，2014年第二季度至2015年第一季度连续四个季度同比萎缩，日本直到2015年第二季度GDP才恢复正增长。

在经济增长乏力的同时，2014~2015年，以石油为代表的全球大宗商品价格下跌导致全球通货紧缩风险上升，进一步恶化了经济前景。

2014年12月至2015年3月，欧元区CPI（居民消费价格指数）同比涨幅连续4个月为负值，此后直至2016年2月，CPI同比涨幅始终在0%左右附近徘徊，2016年2月跌至-0.2%。在日元大幅贬值和消费税上调带动下，2014年5月，日本CPI同比涨幅一度攀升至3.7%，但随后持续回落，2015年4月跌破1%，报收0.6%，此后继续下跌，2016年1月跌至0%。

在增长乏力和通缩的背景下，美联储加息预期诱发全球资本流动剧烈波动，在进一步增强全球经济不稳定性的同时，对全球资产价格形成直接压力。2014年10月29日美联储宣布结束QE（量化宽松），全球美元流动性的放水闸门收紧，同时市场开始高度关注美联储何时启动加息。尽管美联储对启动加息的时点长期持模糊态度，但2015年美国必然启动加息逐渐成为市场共识。2009年至2015年上半年，全球主要股市的牛市行情正是始于美国大举推进QE和零利率。QE终止和加息预期的升温一方面对美国股市施加估值压力，另一方面随着加息预期推升美元汇率，资本外流逐渐成为非美国家股市共同面对的风险。

作为全球经济的重要组成部分，中国未能在全球经济复苏乏力的大环境下独善其身。2014年我国GDP同比增长7.3%，2015年经济增速进一步下滑，第一、二季度GDP同比增速均为7.0%。尽管横向对比主要发达经济体，我国经济增长的绝对速度并不低，但自身纵向对比下滑幅度却非常大，2007年我国GDP增速一度达到14.2%，而2015年GDP增速已经不及当时的一半。换句话说，2014~2015年的A股牛市是在我国经济增速不断下滑的背景下发生的，宏观经济增长前景几乎不能为股市提供任何支撑力量。

但在特定的历史环境下，快速下滑的经济增速与实体经济持续蔓延的悲观氛围却为A股牛市行情的启动提供了新逻辑：由于经济增长前景不佳，市场预期政府将不断放松货币以刺激经济增长（见图1.4），而这恰恰正是美国、欧洲、日本等主要发达经济体走过或正在走的道路，于是货币宽松成为市场理所当然的理性预期。在全球实体经济陷入低迷

的大背景下，由于缺乏优质的投资项目，货币宽松释放的流动性很难进入实体经济，而市场主体在盈利压力下迫切需要寻找新的利润来源，这就为资金进入股市提供了内生动力。资金通过各种途径进入股市之后，充裕的流动性成为推动股市上涨的动力，股市上涨在短期内增强了盈利能力，进一步刺激了资金入市。股市融资功能随着A股上扬大为提高，但一方面上市公司在实体经济低迷背景下并未大规模增加投资，另一方面股市快速上涨使得实体经济低下的投资收益率更为相形见绌，大量实体企业在股市投资高回报率的诱惑下将大量资金投入股市，为股市上扬提供了新“弹药”，并进一步造成实体经济的“缺血”。面对恶化的经济形势，政府只得以进一步的货币宽松应对，但在前述逻辑链条下，更为宽松的货币政策并未成为实体经济的福音，反而成为预期股市流动性将更为充裕、股市将更具上涨潜力的理由。在券商、基金等掌控资本市场舆论主导权的机构投资者的刻意引导与渲染下，悲观的经济增长前景逐渐成为股市上涨的理由，并为公众所接受，虽然其因果关系似乎十分滑稽，但内在的逻辑链条却十分完整。

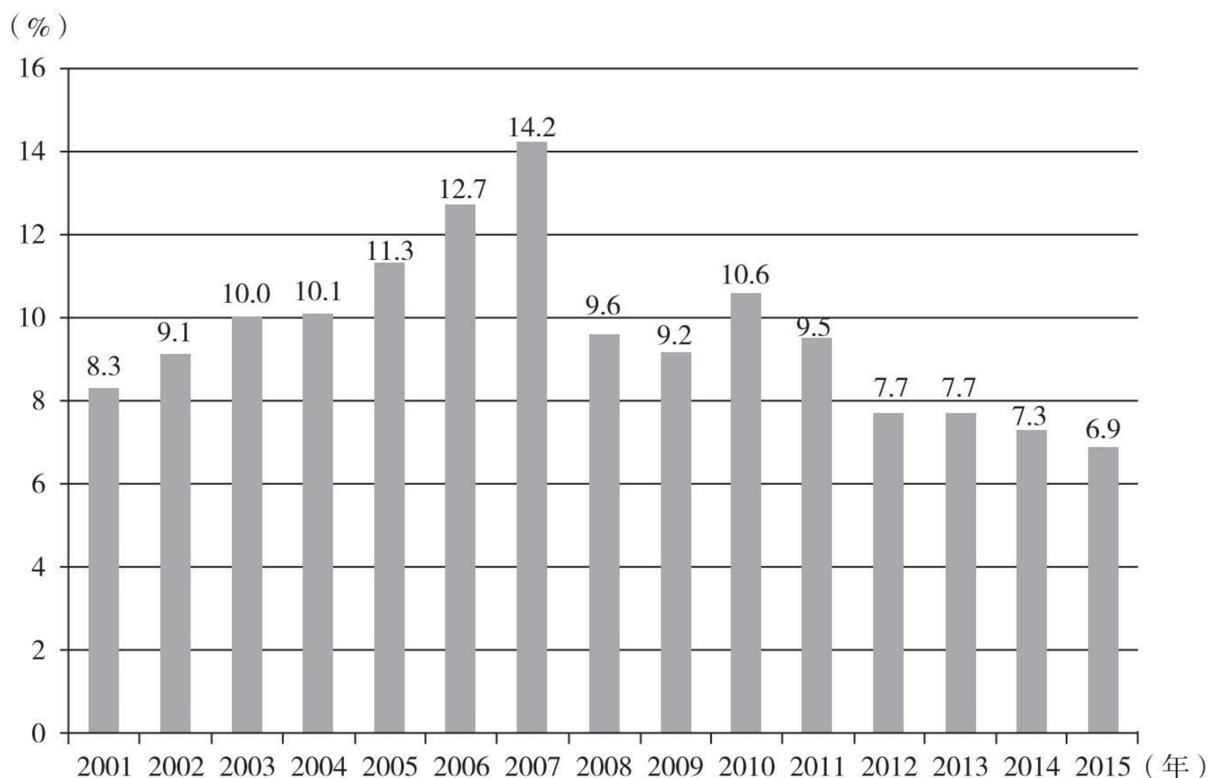


图1.4 大型存款类金融机构2001~2015年存款准备金率调整情况
数据来源：Wind

A股上一轮牛市很大程度上是建立在持续的货币宽松预期基础之上的，其根源则是实体经济的疲软。这与欧美发达经济体股市在次贷危机后的上涨逻辑基本一致，其共同特点是缺乏实体经济增长的坚强支持，主要支撑力量来自当下宽裕的流动性和投资者对政府刺激性政策将长期延续的强烈预期。随着美国QE的中止以及加息预期的升温，美元流动性的紧缩预期取代了扩张预期，这是全球股市在2015年纷纷触顶的直接原因。在全球实体经济普遍缺乏亮点的大环境下，公司业绩无力接棒美元流动性必然意味着市场估值内生的调整动力。虽然外国资本在我国A股市场的介入程度不深，但监管部门2015年6月12日清查场外配资的政策却比美联储退出QE和启动加息对股市资金面的影响更为直接和剧烈。

由于大量杠杆资金并非通过券商融资这一“阳光下”的渠道进入股

市，场外配资可能才是主流，直至今日对于场外配资这一不受监管的领域究竟涉及多少资金仍无全面统计。但从客观效果看，严查场外配资既在事实上切断了一条股市流动性的重要来源途径，又在长期上极大地打消了投资者对于货币宽松将导致流动性持续流入股市的乐观预期。在失去了持续流动性的支撑之后，面对下行的经济增长前景和上市公司糟糕的盈利，A股爆发股市异动是唯一合理的结局。

此轮股市异动的爆发只是市场估值向合理区间的正常回归。即使没有严查配资这一记重拳，A股也早晚会由于其他原因而爆发股市异动，古今中外的历史经验反复证明，这是任何脱离经济基本面的资产泡沫必然的结局。撇开杠杆这一个本轮股市异动中的特殊性因素之后，宏观层面低迷的经济增长前景和微观层面上市公司糟糕的盈利能力，才是导致股市异动的根本因素。一旦失去宽松流动性的荫蔽，股市两大硬伤就会暴露于阳光之下。这既是A股难以逃脱的命运，也是全球股市在2015年面对的共同难题。进入2016年，这仍是悬在全球资本市场上方的一把利剑。

（三）A股暴涨暴跌是“钱荒”与“债市风暴”的延续

2013年，国内银行间市场“钱荒”和“债市风暴”的相继发生同样与流动性宽松密切相关。“钱荒”和“债市风暴”的背景是2012年之后“非标”泛滥。“非标”是银行通过信托公司、基金子公司、证券子公司等渠道，将资金投向城投平台等软约束部门、房地产企业、钢铁等产能过剩行业的金融创新形式。“非标”的本质是企业和银行加杠杆，银行通过期限错配，将银行间市场资金流向地方政府城投、房地产等部门。

“股市异动”的背景是融资融券、伞形信托和场外配资等融资模式的兴起，银行、证券公司、P2P（互联网金融点对点借贷）平台等通过信托、配资公司、证券公司等渠道，将资金投向股民，本质上讲是居民部

门加杠杆。虽然股市加杠杆与“非标”泛滥在表现形式上并不相同，但其背后均是流动性宽松背景下，在一般性的信贷融资渠道受阻的情况下，银行资金亟须寻找高收益投资目标的客观需求。

在“非标”泛滥和股市加杠杆的过程中，均存在监管部门不同程度的“默许”，致使市场规模飞速膨胀，风险快速积聚，为“钱荒”“债市风暴”和“股市异动”埋下了伏笔。面对2012年经济下滑的压力，“非标”发挥了增加投资的作用，有利于基建和房地产回暖，在特定时期符合国家利益。也许因为这个原因，政府迟迟没有对“非标”采取任何有效的监管措施。而居民加大股市投资杠杆，在开始阶段有利于加速股市上涨，在特定时期也同样符合国家利益，政府可能同样因此而迟迟没有采取任何措施。本次股市异动与此前的历次股市暴跌相比，最大的不同点在于，本次股市异动发生在混业经营背景下，资金来源除家庭部门外，还有银行，杠杆使用程度超过以往，因此下跌速度也超过以往。

监管层迫于压力突然进行强力干预，市场出现“践踏性退出”，市场流动性出现“休克式枯竭”，是触发“钱荒”“债市风暴”和“股市异动”的共同原因。“钱荒”和“债市风暴”的触发因素是央行拒绝对银行提供其所需的充足流动性，导致银行间市场利率自然飙升，并长期维持在历史高位。课题组认为，其根本原因是政府对“非标”态度的转变。在前期，政府看重“非标”在保增长中的积极功能，但在后期，政府忧虑“非标”存在的巨大金融系统风险。由于存在行业利益纠葛，针对影子银行的监管政策迟迟无法快速出台，“同业非标”严重威胁到利率市场化步伐。因此，通过维持高位的资金利率，倒逼银行去杠杆，“非标”规模开始进入收缩期。高资金利率的直接后果就是“钱荒”，副作用是“债市风暴”，因为债券利率作为长期利率，直接受到银行间短期利率的影响。

监管部门严查场外配资，导致股市增量资金萎缩、存量资金平盘出局，推倒了爆发“股市异动”的第一张多米诺骨牌。为何监管部门在前期对配资持默许鼓励态度，却在2015年6月严查场外配资呢？课题组认

为，这与对“非标”的处理是类似的，在前期股市上涨、泡沫较小时，政府看到的是配资有利于催化股市上涨，貌似有望成为“去杠杆”、降低融资成本的独门神器，而在后期，政府看到的是配资加杠杆存在极其严重的金融系统风险。实际上，股市暴跌的原因不在于杠杆，而在于股市估值太高、泡沫吹得太大，但是监管部门严查配资只是捅破泡沫的那根针，而杠杆起到了推波助澜的作用。

二、A股估值泡沫严重脱离经济基本面

（一）A股估值泡沫迅速膨胀

当股市估值泡沫膨胀到无以为继的时候必然破灭导致市场暴跌。2015年6月A股市场暴跌之前，其估值泡沫的膨胀速度十分罕见。

以上证综指为例，本轮暴跌前的牛市行情始于2014年7月，终于2015年6月12日，在11个半月的时间里，上证综指上涨152%。虽然同期全球主要股市大多都处于上涨行情中，但涨幅与A股相比均相形见绌（见图1.5）：美国三大股指道琼斯、标准普尔500和纳斯达克指数分别上涨6.4%、6.8%和14.6%；欧洲三大股指英国富时100、法国CAC40和德国DAX指数分别上涨0.6%、10.8%和13.9%；亚洲除中国A股市场以外的主要股指香港恒生、日经225和韩国综合指数分别上涨17.6%、34.6%和2.5%；新兴市场大国中巴西BOVESPA指数和印度孟买SENSEX30指数分别上涨0.3%和4.0%，而俄罗斯RTS指数则下跌了31.1%。

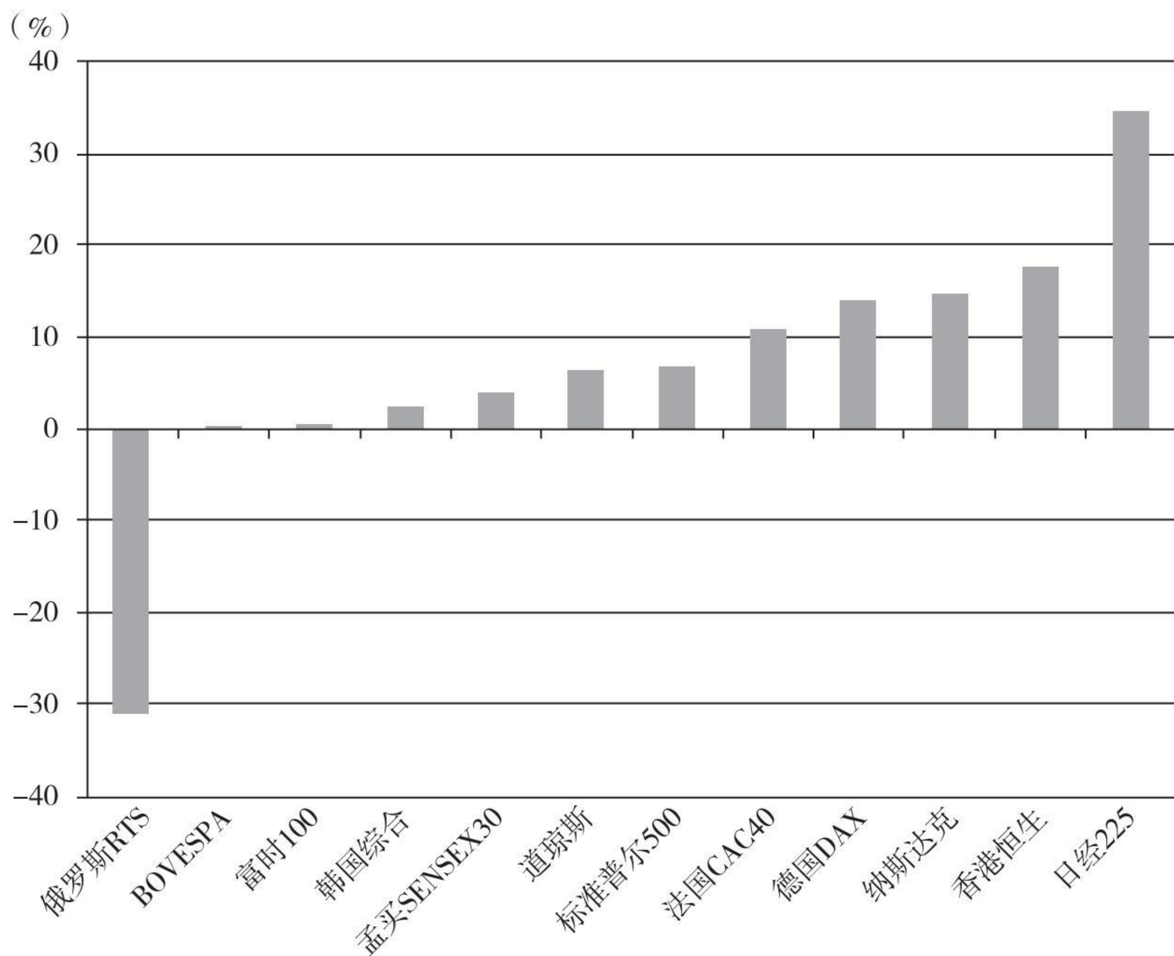


图1.5 2014年7月1日至2015年6月12日全球部分股指涨跌幅度
数据来源：Wind

由于各国经济周期存在区别，因此同一时间段内的股市涨跌幅度对比并不能完全说明问题，但11个半月的时间里涨幅超过150%的情况在全球主要大国亦属罕见。例如，美国标准普尔500指数2015年5月21日报收于2131点，创历史峰值，较2009年4月21日累计涨幅达到151%，但共耗时6年零1个月。标准普尔500指数上一次累计涨幅超过150%的牛市行情则要追溯到1996年1月19日至2000年3月24日，累计涨幅同样达到151%，但共耗时4年零2个月。相对于发达经济体，新兴市场股市波动一般较大，但即使在新兴市场经济体里，达到150%以上的涨幅也需要较长时间。例如印度孟买SENSEX30指数于2015年1月29日报收29682点，创历史峰值，较2009年5月14日收盘点数上涨150%，其间累计耗时

5年零8个月。当然，这并不意味着短期内股市飙升的情况不存在，但这种情况大多发生在股票市场建立初期或小型经济体内部，由于市场规模较小，且市场规则和投资理念不甚完善，市场容易短期内暴涨暴跌。但在最近20年，短期内股市飙升的情况在大型经济体内已经很少发生。

在市场指数飙升的同时，A股市盈率全方位爆炸式增长。2014年7月至2015年6月12日，以大盘蓝筹为主的沪深300指数市盈率达23倍，上涨约150%；中小板指数市盈率达到65倍，上涨约128%；创业板指数市盈率达到135倍，上涨约141%。上市公司市盈率普遍高于15~20倍的正常估值区间。大量大盘蓝筹股市盈率超过100倍，全通教育、暴风科技、金利华电等创业板股票市盈率最高时超过1000倍。与国际市场相比，A股估值也明显偏高，2015年6月，道琼斯、标准普尔500和纳斯达克指数的市盈率分别约为17倍、20倍和30倍。

通过国际横向对比不难发现，上证综指11个半月的时间里涨幅达152%极不正常。与A股自身发展历史纵向对比，本轮牛市的上涨速度也显得异常迅猛。A股上一轮牛市结束于2007年10月16日，当日报收于6092点，较2006年12月25日收盘点数上涨250%，累计耗时不足11个月，从上涨速度看，上轮牛市更快，但若从市场估值水平考量，上轮牛市催生泡沫的速度则远不如本轮牛市。2006年12月25日至2007年10月16日，上证综指市盈率从32.9倍上扬至54.1倍，上涨64%，而2014年6月30日至2015年6月12日，上证综指市盈率从9.1倍上扬至23.0倍，涨幅高达153%。两轮泡沫的快速膨胀都以市场暴跌告终。

（二）股市上涨与经济基本面严重背离

从市盈率绝对水平看，上证综指本轮触顶时的23.0倍远不及2007年牛市触顶时的54.1倍，上一轮2006~2007年牛市的估值泡沫似乎更大，但考虑到两轮牛市所处的经济大环境，本轮牛市的估值泡沫并不小。

2007年次贷危机虽已爆发，但在2008年雷曼兄弟公司倒闭之前尚未

演变为全球范围的经济危机，我国经济也尚未受到明显冲击，我国GDP连年保持高速增长，2005~2007年GDP增速分别高达11.3%、12.7%和14.2%（见图1.6）。在经济形势一片大好的背景下，企业效益也整体持续向好。根据国家统计局数据，2005~2007年我国规模以上工业企业利润总额增速分别高达22.6%、31.0%和36.7%（见图1.7）。无论是宏观经济大势还是微观企业效益，均对股市上扬构成支撑。当时宏观调控重心在于抑制经济过热，突出表现为央行连续上调存款准备金率和基准利率。仅2006年和2007年两年内，央行就13次上调存款准备金率，从7.5%上调至14.5%；7次上调存贷款基准利率，将一年定期存款基准利率由2.25%提升至4.14%。因此，2006~2007年的牛市行情虽然也存在严重的估值泡沫，但其背后的经济基本面支撑仍是相对较为坚实的。

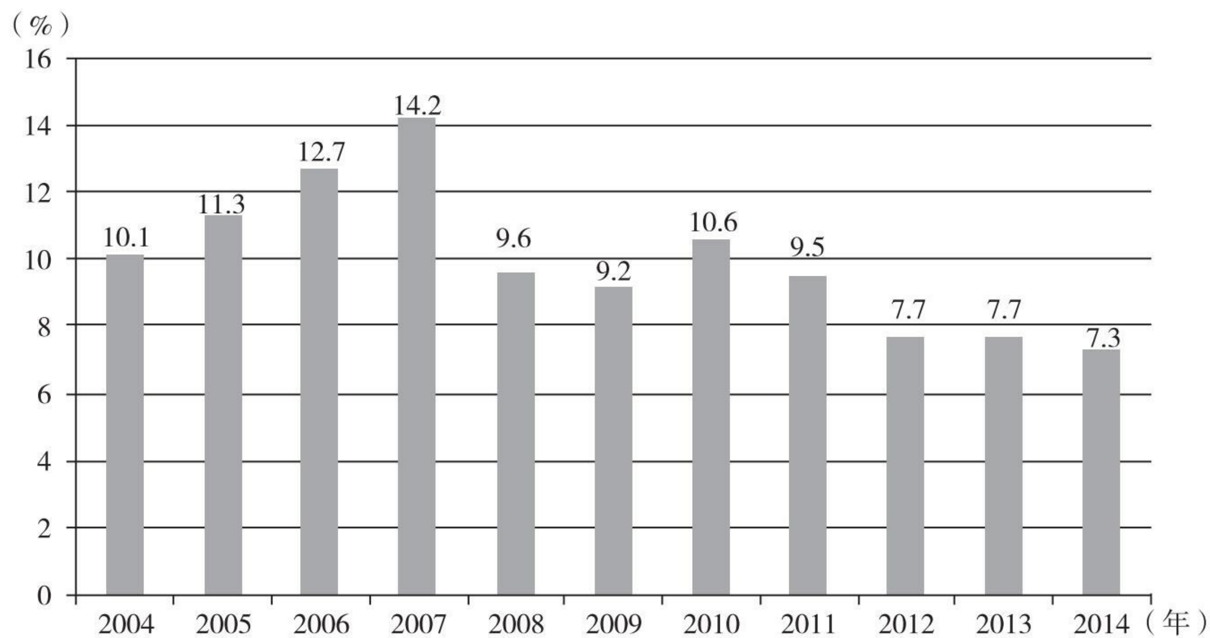


图1.6 2004 ~2014年中国GDP增长速度数

据来源：Wind

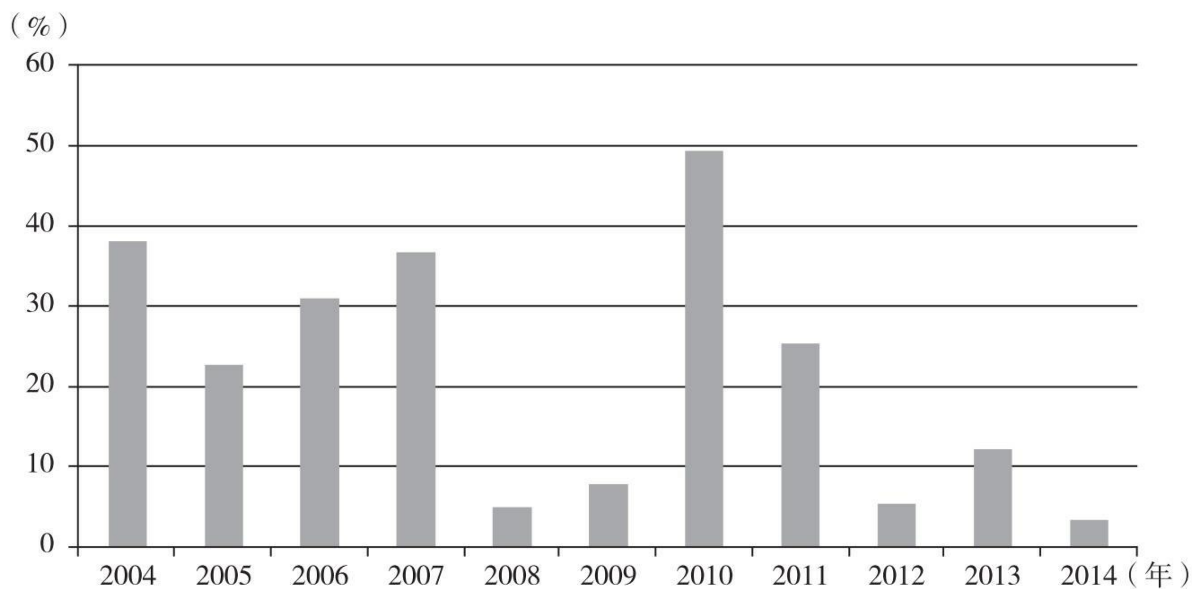


图1.7 2004 ~2014年工业企业利润总额同比增速

数据来源：Wind

本轮牛市所处的经济大环境远不及上一轮。受次贷危机和欧债危机接连爆发影响，我国经济自2008年开始进入趋势性下滑通道，GDP增速从2007年的14.2%大幅下滑至2014年的7.3%。且GDP增速下滑势头并未扭转，2015年经济增速跌破7.0%，至6.9%。伴随经济形势的整体恶化，企业利润增长速度大幅下跌。2013年和2014年全国规模以上工业企业利润总额增速仅为12.2%和3.3%，与2007年36.7%的增速相去甚远。在本轮牛市结束前，2015年1~5月的同比增速是-0.8%。面对不断下滑的经济走势，宏观调控的重点自2008年开始由控制过热逐渐转向稳增长。然而，就在经济增长不断下滑，企业营商环境不断恶化，企业利润趋于萎缩的过程中，A股却极为异常地大幅飙升。换句话说，本轮牛市的爆发与经济基本面完全背离。与上一轮2006~2007年的牛市行情相比，本轮牛市中市场估值的总体水平虽然较低，但其快速飙升与经济基本面的背离程度远胜于上一轮牛市。

（三）庞大获利盘刺激了离场冲动

根据中登公司统计的数据，截至2014年6月底，沪深两市A股持仓有效账户数量为5329.27万，同期上证综指报收2048点；2014年12月，上证综指站稳3000点，A股持仓有效账户数增至5412.09万；2015年4月，上证综指站稳4000点，A股持仓有效账户数增至6366.20万（见图1.8）。这意味着在6月15日A股下跌之前，若不考虑融资杠杆，粗略估算，约6300万A股账户浮盈在25%以上，约5400万A股账户浮盈在70%以上，约5300万A股账户浮盈在150%以上。

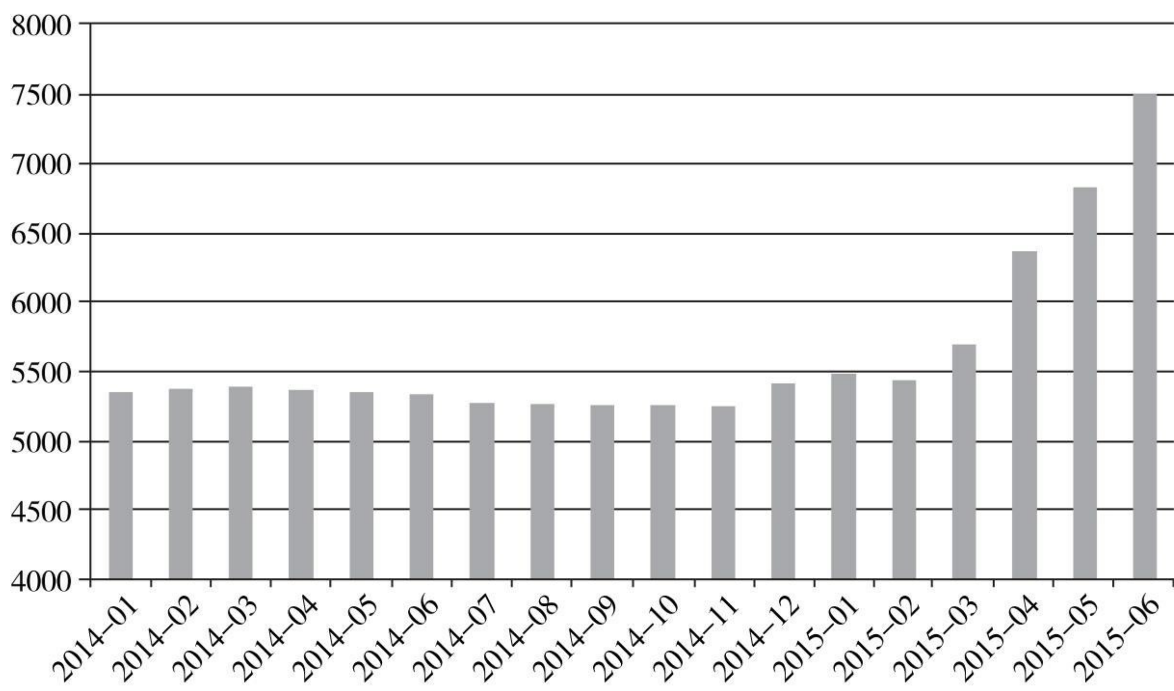


图1.8 沪深两市期末持仓A股有效账户数

数据来源:Wind

若考虑借助场外配资和伞形信托等渠道匿名进入股市的杠杆投资者，在6月15日股市下跌之前，高额浮盈的账户数量会更高。以融资杠杆最低的券商融资为例，截至2014年底，开户总数已高达292.2万，假设其融资比率均为1∶1，且持仓至2015年6月15日暴跌之前，那么其浮盈已经高达140%。杠杆倍率更高的伞形信托和场外配资投资者浮盈将更高。

2015年是券商融资扩容加速期。2014年7月牛市开始时，两市券商融资余额约为4000亿元，2014年底增长至1.02万亿元，月均增量约1000亿元。2015年增速进一步提高，6月12日两市券商融资余额暴增至2.23万亿元，月均增量超过2000亿元。券商融资账户在2015年1~5月累计增加66.6万户，约占融资总账户的20%。假设场外各种非券商渠道的杠杆资金与场内融资大致保持同步扩张，由于每个场外配资和伞形信托的母账户下均可划分为不定数量（理论上可无限分仓）的子账户，实际获得较高浮盈的投资者数量难以准确计算。

股市估值过高导致市场预期出现分化。上证综指在6月5日突破5000点之后横盘震荡，上行动力明显不足。同时，大量获利盘的存在使得“落袋为安”的情绪抬头，突出表现为股票换手率飙升，获利者离场意愿增强。2015年2月沪深两市日均换手率约为3.4%。4月日均换手率飙升至6.8%，较2月翻了一番。6月1日至12日，日均换手率进一步上升至7.0%，这意味着仅需14个交易日所有流通股就可以完成一次换手。大量估值较高的中小板和创业板股票日均换手率超过20%，高价股已成为烫手山芋，市场已经处于泡沫破灭的边缘。

总体来看，本轮股市暴跌是其快速上涨后必然经历的调整过程，清查场外配资只是提前引爆了早已埋下的高杠杆地雷。而此后的基金公司遭遇赎回诱发基金抛售，股指期货遭遇大肆做空，以及上市公司为自保而大面积停牌均属于次生灾害。即使没有清查配资，A股的调整也随时可能发生。从这个意义上看，泡沫早破比晚破好，应该庆幸股市暴跌发生在2015年，而不是在一两年之后[注]。

三、舆论误导助推全民投机

经济下行压力带来金融需求不足，推行宽松货币政策带来了金融体系的流动性过剩。在实体经济投资回报率下降的情况下，货币宽松流动

性泛滥，大量存在高收益预期的社会资金需要释放的出口。与此同时，居民的投资回报率预期并未随着降息和货币市场利率的下降而下降，“高投资回报率预期+流动性过剩”的组合很容易导致资产价格泡沫的快速形成。在社会舆论将股市上扬与经济转型、升级联系在一起之后，股市上涨逐渐被舆论误导为不可逆转的“国家意志”，居民的高回报预期与过剩的流动性最终找到了宣泄的出口。

（一）“国家牛市”预期的资金基础

次贷危机爆发后，随着美联储、欧洲央行、日本央行等全球主要经济体量化宽松政策的相继出台并不断扩大规模，全球流动性长期过剩。以美元7天期Libor利率为例，2008年9月雷曼兄弟倒闭之前，曾一度维持在4.5%上方，之后持续大幅下跌，2008年12月已下跌至0.4%左右，此后下跌趋势有所减缓，2012年之后基本维持在0.2%以下。在实体经济缺乏增长热点的情况下，“宽流动性、低利率”导致资金追逐高风险回报率，大量流动性涌入股市、贵金属、大宗商品等市场，造成全球金融市场大幅波动。

以股票市场为例。2008年雷曼兄弟倒闭之后，全球资本市场“哀鸿遍野”，美国三大股指道琼斯、标准普尔和纳斯达克同步暴跌，2009年3月初美国股市触底，三大股指累计跌幅分别高达43%、47%和46%。2008年11月25日美联储启动QE，宣布将购买1000亿美元机构债和5000亿美元MBS（抵押贷款证券化），市场信心得到重大提振，美股跌势暂停，并有所反弹。但2009年2月开始，美股再次下跌，美联储于3月18日宣布扩大QE规模，决定再次购买最高达7500亿美元的MBS和最高达1000亿美元的机构债。大量流动性的注入一方面改善了金融机构的资产负债质量，另一方面极大缓解了市场的恐慌情绪，美股反弹趋势就此形成。从VIX指数可以非常直观地看出投资者情绪的剧烈变化。2008年9月至10月，VIX指数大幅飙升，从20下方最高触及89.53（10月24日），显示市场恐慌情绪急剧升温；11月VIX指数在震荡中略有下滑，QE出台

后VIX下跌趋势基本确立，量化宽松政策的推出和扩大对稳定市场投资和情绪起到了举足轻重的作用。

由于人民币利率较高，且在2014年之前长期保持升值态势，国际资本通过各种渠道大量流入我国。与此同时，鉴于国内经济增长压力较大，央行货币政策在稳健中趋于宽松。在内外合力之下，境内流动性虽然出现过阶段性的紧张局面，但整体上是较为充裕的，特别是2014年以来，随着经济增长压力的持续增大，央行采取多种手段保持国内流动性供应，流动性宽松局面进一步加剧。银行间市场1年期国债月均收益率2013年底为4.1%，2014年底已下滑至3.3%，2015年6月最低跌至1.8%；银行间市场1个月期质押式回购月度平均利率2013年底一度高达6.8%，此后震荡下跌，2015年5月最低跌至2.8%（见图1.9）。考虑到2014年7月之后，股市已经开始上涨，大量资金逐渐进入股市，银行间市场利率水平的下跌走势更加凸显国内流动性的充裕。

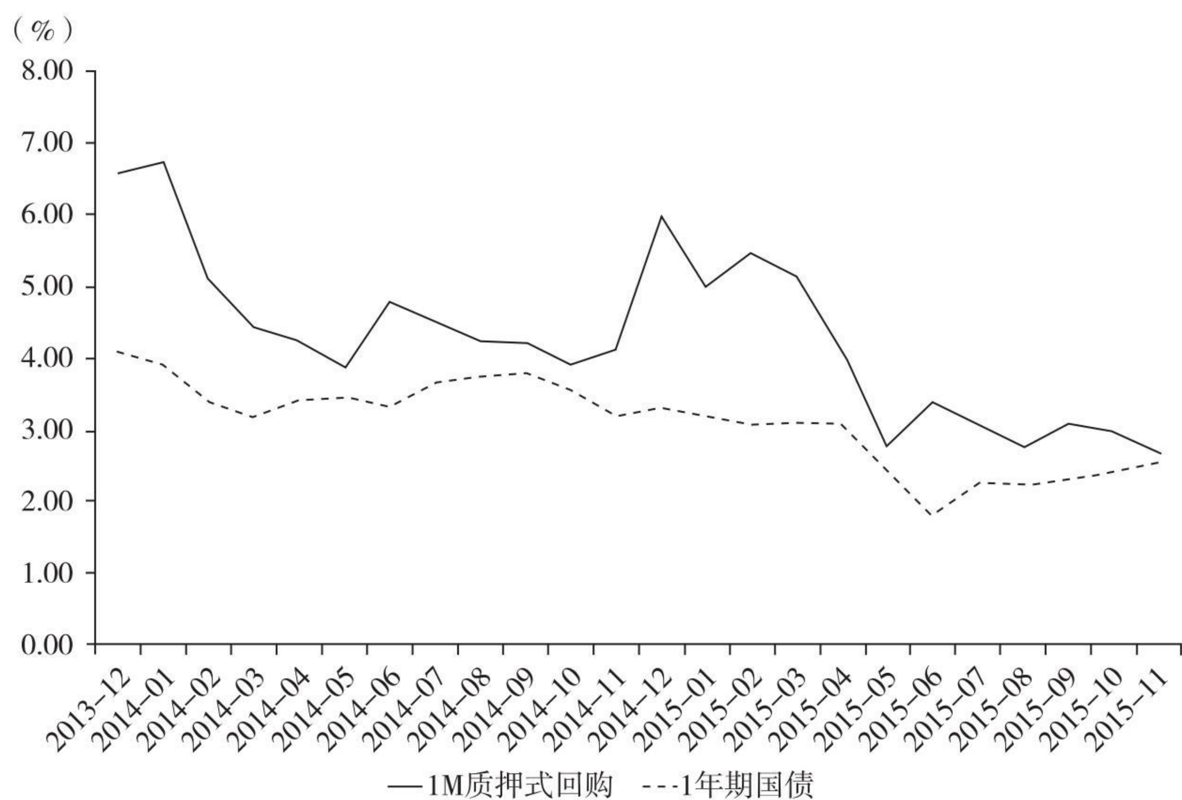


图1.9 银行间市场收益率水平

数据来源：Wind

（二）“国家牛市”等概念为股市暴涨提供了心理支撑

充裕的流动性是牛市的必要条件，而非充分条件。当资本市场与国家战略联系在一起，充裕的流动性才具备了催生“国家牛市”泡沫的能力。

银行信贷一直是我国最为重要的企业融资渠道。2008年雷曼兄弟倒闭诱发全球金融海啸之后，信贷扩张成为我国经济维稳的重要手段。2009年人民币贷款净增9.6万亿元，创历史新高，此后贷款增速居高不下，2009~2014年人民币贷款累计增长51.3万亿元，是2008年贷款人民币贷款余额的1.7倍。换句话说，6年时间里我国信贷增量超过了过去数十年的总和。很明显，高速的信贷增长不可持续。2009年人民币信贷余额年度增速创出31.7%的历史峰值之后，增长速度一路下滑，2014年已经下滑至13.6%（见图1.10）。一方面随着基数的增大维持高速增长越来越难，另一方面在经济下行期银行高速放贷隐含巨大的信用风险，导致银行放贷意愿下降。特别是随着温州房地产泡沫破裂，浙江、广东钢贸市场崩盘，山西、内蒙古煤炭行业资金链断裂等一系列行业性、区域性信用风险的集中暴露，进一步抑制了银行信贷的扩张冲动，而银行消化存量坏账和预防潜在坏账的巨额拨备也限制了银行信贷的扩张速度。在银行信贷渠道无力将充裕的流动性输入实体经济的情况下，大量流动性在银行体系沉积致使债券市场、理财市场、拆借市场收益率均大幅下挫，股市逐渐成为社会资金谋求高收益的最后选择。

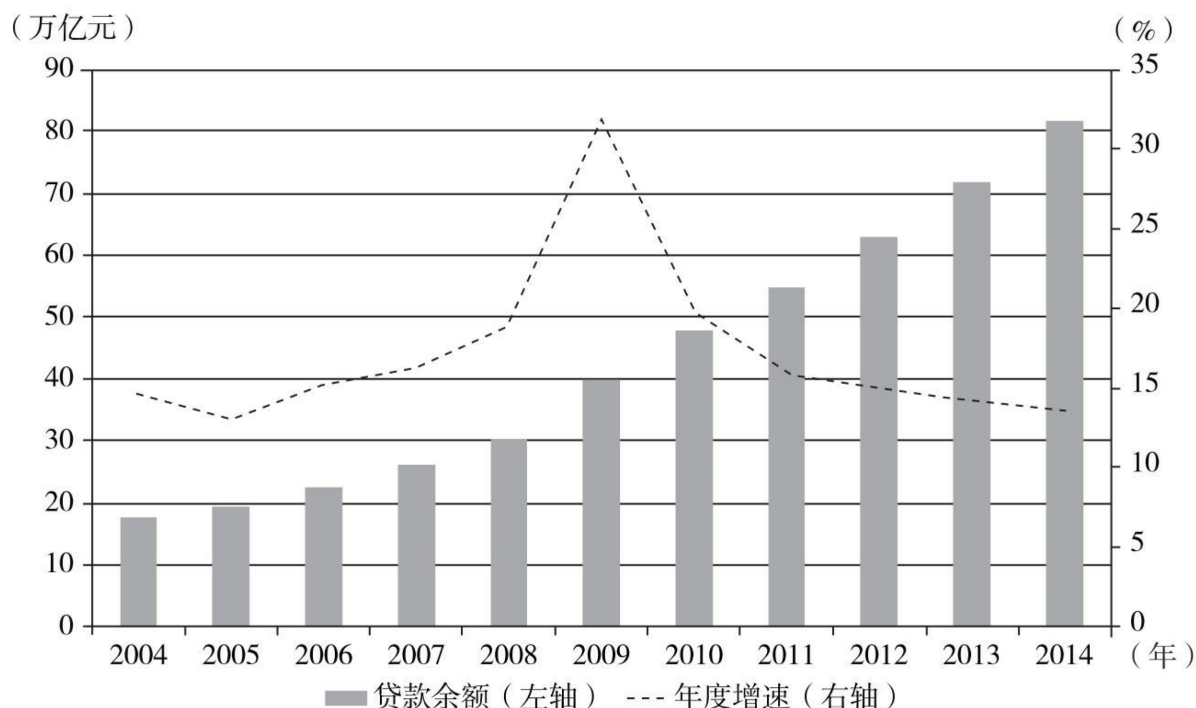


图1.10 人民币贷款余额

数据来源：Wind

在传统的银行信贷融资渠道扩张受阻之后，股市作为重要的直接融资渠道，其重要性得到提升。股市融资功能的恢复客观上需要投资者入市购买股票，但2007年10月牛市行情结束之后，除2009年A股出现较为明显的反弹之外，直至2014年上半年，A股市场总体呈震荡下跌行情，极大地打击了社会公众的股市投资热情。2011年6月沪深两市A股持仓有效账户数量创出5732.7万的峰值之后便震荡下滑，2014年11月最低下滑至5248.5万户，与2010年1月基本持平。股市低迷的人气难以令其发挥融资功能，在经济增速下滑的大背景下，很难激发投资者入市热情。

2014年经济转型升级得到国家政策层面的进一步重视，而以民营中小企业为主的创新型企业是我国经济转型升级的重要力量，但它们大多难以满足银行信贷对财务质量和实物抵押品的要求，股市便成为其首选的融资渠道，因此股市融资功能与经济转型升级被社会舆论逐渐联系在一起。与此同时，2014年以来多层次资本市场建设取得了阶段性成果，

一些市场化改革也逐步推进。市场认为，在利用资本市场振兴实体经济方面政府是有强烈意愿的，同时加之大量媒体的舆论导向，逐步引导市场形成了强烈的“国家牛市”的一致性预期，当一致性预期形成之后，充裕的流动性开始向股市宣泄。

专栏1.1 暴涨暴跌中的“故事”

中国本轮大牛市的重要原因是有多个“好故事”。这些故事包括“中国梦”、改革、“互联网+”、“一带一路”、货币宽松等。好故事最主要的特征是，这些故事是真实的和长期的，中国本轮牛市的故事就具有这些特征。从国家顶层设计层面，中国正在进行的一系列国家战略既是伟大的又是可行的，“中国梦”是中华民族近代以来最伟大的梦想，这个梦想实现的可能性很大。从根本上讲，中国股市的上涨的根基是牢固的，但这并不代表中国股市“疯牛”就是健康的。

中国股市的问题出在市场理性程度上。中国股市是一个不成熟、不理性的市场，政策市、心理市、情绪市的特征非常明显。第一个表现是“看新华社炒股”。在本轮股市快速上涨过程中，官方媒体扮演了重要角色，新华社连续发文力挺股市、人民网称“4000点才是A股牛市的开端”，市场普遍理解为这是国家信用背书的牛市，而真正市场化的股市是不应当有国家意志干预的。第二个表现是用股市绑架政治，在股票上涨时大喊“党给我智慧，党给我胆”“侠之大者，为国接盘”，在股票下跌时则有“这已经是一场战争”（甚至不惜造谣）、国际资本“阴谋论”等，这显然不符合理性市场的标准。第三个表现是对于基本面关注过少，在本轮中国牛市中基本面是最不重要的变量，即使公司再烂，股价也能涨上天，政策面、技术面成为关注焦点。第四个表现是监管滞后，在股市上涨中，对于违法违规视而不见，即使查处也因处罚过轻而毫无实效，违法违规的机会成本太低，这成为助推股市暴涨的重要力量。总体而言，中国股市的理性程度太差，在有了好故事之后，形成了无限的资本利得预期，所有人都争先恐后地进入股

市，而没有一个理性的估值标准，是导致中国股市“疯牛”的根本原因。

中国股市暴涨的逻辑是：首先有一个“好故事”，然后在非理性市场中，形成近乎无上限的资本利得预期，并通过资本利得的正反馈机制不断放大，再加上杠杆的正反馈机制，两者相互共振，导致股市在短时间内暴涨。中国股市暴跌的逻辑是：由于股价的不断提高，故事不再能够支撑股价快速上涨，“出逃的局内人＞新进入的局外人”，股价开始下跌，在杠杆机制的作用下，导致股市在短时间内暴跌。

（邓海清）

（三）媒体及社交网络过度渲染“国家牛市”预期

随着经济转型升级与搞活股市被舆论联系在一起，股市多头找到了经济基本面之外、来自经济转型预期的支撑，而官方舆论关于股市的表述也往往被社会舆论解释为替股市上扬背书。其中比较有代表性的包括：2014年8月，A股在开始上涨不久后陷入横盘震荡，8月18日，《人民日报》刊文《股市保持强势，望演绎空中加油行情》；2015年1月5日，新华网刊文《华尔街专家：中国Ａ股今年将继续走牛》；2015年4月21日，人民网刊文《4000点才是A股牛市的开端》等（见表1.2）。

表1.2 关于“国家牛市”的媒体舆论

类别	时间	内容
牛市导向	2014/7/25	《人民日报》：外资机构齐声唱多 A 股市场
	2015/1/5	新华网：华尔街专家称中国 A 股 2015 年将继续走牛
	2015/4/9	新华社：A 股中长期仍有上涨空间和动力
	2015/4/10	人民网：A 股 4000 点上升的基本动力不变
	2015/4/21	人民网：4000 点才是 A 股牛市的开端
	2015/5/8	《人民日报》：管理层治理旨在慢牛 长牛势头未变
	2015/5/28	新华社：6 月股市将走慢牛行情
风险提示	2014/12/19	《人民日报》：多重因素驱动 A 股牛市 短期仍存调整风险
	2015/4/9	新华社：潮来潮往终退去，且行且珍惜
	2015/5/4	《人民日报》：牛市也别忘风险

资料来源：课题组根据公开资料整理

券商、基金、私募等机构投资者的研究报告是目前我国股票市场的舆论主导力量。由于股市上扬客观上有利于机构投资者提高收益，机构投资者研报和市场分析师的股评大多刻意强调官方表态中对股市的利好成分，对风险提示避重就轻，甚至断章取义、蓄意曲解。在机构投资者有意的舆论引导和情绪煽动下，社会民众逐渐将股市上涨理解为“国家意志”，进而极大地放松了对风险的警惕。在6月12日A股大幅调整之前，监管机构和官方媒体多次明确地提示股市风险，例如2015年4月证监会网站发布11条“风险警示词条”，提示股市风险，其中明确提到“股市存波动，配资有风险；股市潮来潮往，投资还须谨慎”。2015年5月4日，《人民日报》刊文《牛市也别忘风险》，文中明确提示“牛市也不能忘了风险——这轮牛市中，很多人以小搏大，通过融资或配资高杠杆买入股票，一个小级别的调整就可能带来元气大伤”。但在狂热的投机氛围中，善意的风险提示并未引起市场应有的重视。

需要强调的是，真正的官方媒体，如《人民日报》和新华社相对中性，泡沫的主要推手是人民网等“准官媒”和市场化媒体。

当然，在当时的多头环境中，市场通常对于利多敏感而对利空采取选择性的忽视。所以，舆论或评论特别是官方或准官方的言论在本轮“疯牛”事故中虽有一定责任，但也不能过分夸大。

四、“8·11”汇改增强跨金融市场传染

股市暴跌在2015年7月已经明显对人民币汇率形成压力。市场普遍认为人民币贬值压力的大幅强化始于2015年的“8·11”汇改，其实2015年7月，境内已经遭遇较强的资本外流压力，突出表现为银行结售汇逆差的大幅扩张（见图1.11）。2015年4月之后，为抑制人民币贬值预期，在岸市场美元对人民币即期汇率被控制在6.20~6.21的狭窄区间，并较为成功地打击了人民币单边贬值预期。在扣除远期结售汇合约当月履约数据之后，2015年第二季度银行代客结售汇逆差（即期+远期）在第二季度连续3个月大幅萎缩，从2015年3月的逆差696亿美元一路萎缩至6月的逆差2亿美元。若按此趋势发展，2015年银行代客结售汇很可能重新恢复平衡，甚至扭转为顺差格局。

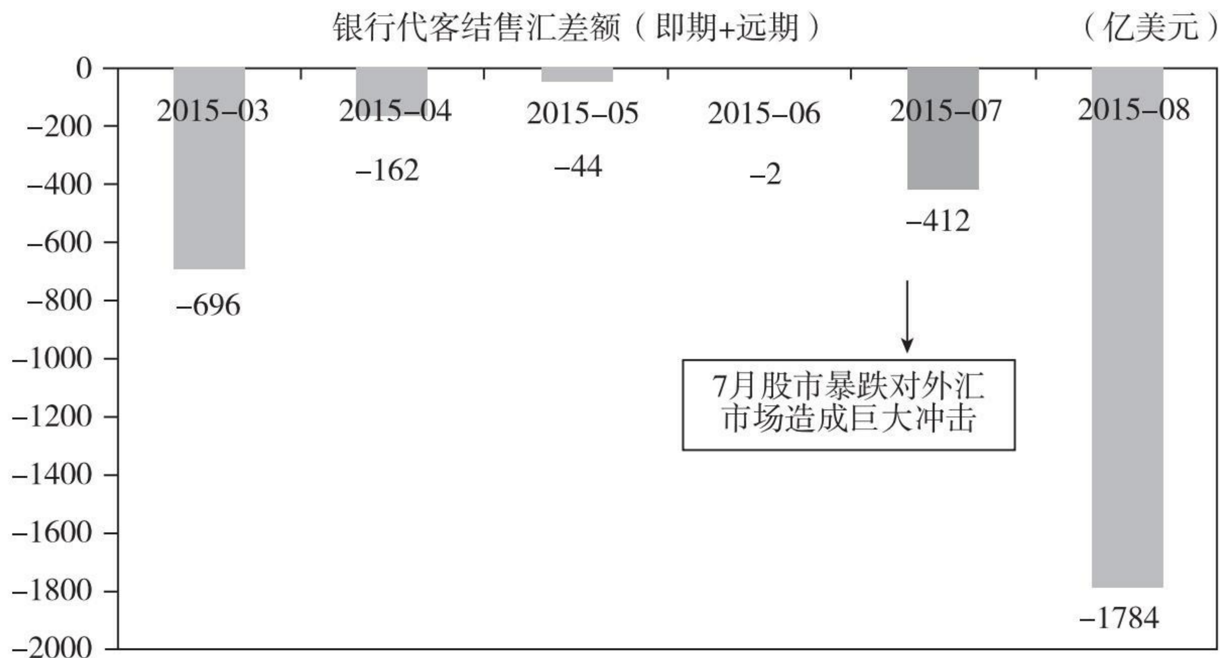


图1.11 银行代客即远期结售汇差额

数据来源：Wind

但随着股市异动的爆发，特别是7月一系列救市措施的失效，投资者对监管部门调控市场的能力产生了较强的怀疑情绪，这种情绪也蔓延到外汇市场。同时，新闻媒体对外资撤离的炒作一方面加剧了股市的恐慌，另一方面也对外汇市场产生了强烈的负溢出效应。本已在第二季度大幅弱化的人民币贬值预期在7月强劲反弹，扣除远期结售汇合约当月履约数据之后，当月银行代客结售汇（即期+远期）实现逆差412亿美元，较6月增长逾200倍。

虽然人民币即期汇率的贬值始于“8·11”汇改，但在2015年7月人民币已经开始承受较大的贬值压力，这是“8·11”汇改启动之后，人民币迅速大幅贬值的重要原因，而人民币贬值的事实又强化了已经存在的贬值预期。换句话说，股市异动爆发启动了“市场信心动摇—人民币贬值预期强化—人民币贬值—人民币贬值预期再次强化”的恶性循环。

“8·11”汇改启动之后，人民币汇率与股市的波动联动性进一步增

强。从市场走势看，8月11日和12日两日，在岸市场人民币对美元即期汇率累计下跌2.8%，跌幅创2005年“7·21”汇改以来最高值，盘中最高跌幅达到3.7%。虽然自8月13日开始，人民币跌势暂缓，并逐渐走出一波震荡上扬行情，截至2015年10月底，人民币对美元升至6.32附近，较8月12日收盘价累计升值1.1%，但相对于“8·11”汇改启动之前，人民币对美元仍然贬值了1.7%。

在人民币贬值的同时，A股下行压力明显增大。8月11日至8月26日，上证综指累计下跌25%。此后A股市场虽然反弹，但再未回到8月11日之前的点位。2015年12月下旬至2016年1月上旬，人民币对美元贬值速度突然加快，2015年12月28日至2016年1月7日，人民币对美元累计贬值1.8%。人民币开年即贬值，极大地刺激了外汇市场的人民币空头热情，离岸人民币对美元即期汇率迅速跌穿6.75，境内外汇差一度逼近1400个基点。直到1月8日央行出面稳定境内外市场，人民币的贬值势头才告一段落。在人民币贬值的同时，A股同步大幅下挫。2015年12月28日至2016年1月7日，上证综指累计下跌13.9%。在人民币即期汇率持稳后，A股继续下跌，直至1月28日才止住跌势，当日上证综指收报2656点，创2015年股市异动爆发后的收盘新低。

“8·11”汇改启动之后，股市与人民币汇率联动性的增强有深刻的资金面与情绪面的原因。在市场情绪层面，汇改启动之后，人民币贬值预期随即明显增强。市场普遍忽略汇改完善人民币汇率市场化形成机制的积极意义[注]，而是将关注重点集中于人民币连续两天的大幅贬值。由于在汇改启动之前，在岸人民币对美元即期汇率在6.20~6.21的狭窄区间维持了3个多月的横盘震荡走势，市场普遍将8月11日人民币的突然贬值理解为政府对贬值压力的妥协，认为已经准备以货币贬值刺激出口的方式助力经济增长，进而激发了对中国经济增长前景的巨大担忧。悲观的市场情绪蔓延至股票市场，自然对股票价格构成沉重压力。

在资金层面，人民币贬值刺激了资本外流，亦不利于股市稳定。汇

改启动之后，由于人民币贬值预期更为强烈，一方面人民币升值阶段涌入的国际投机资本大规模外流，另一方面境内出口企业结汇意愿下降，而进口企业购汇意愿增强，导致我国外贸顺差无法转化为结售汇顺差，进而无法对投机资本的外流发挥对冲作用，只能以快速消耗外汇储备的方式应对。外汇储备的快速下滑，一方面更加强化了贬值预期，另一方面也导致外汇占款不断下降，人民币流动性趋于紧张。2015年8月至12月，我国外汇储备下滑3209亿美元，其中8月一个月下滑939亿美元，12月一个月下滑1079亿美元，跌幅位列历史前两位。与此同时，金融机构外汇占款余额累计下跌2.3万亿元。

专栏1.2 外资在股市下跌中的作用

境外资金在本轮股市暴跌中发挥了何种作用是舆论和监管部门关注的焦点之一，国家安全部门也对部分涉嫌恶意做空A股的外资机构进行了调查。不可否认的是，外资做空对A股下跌负有一定责任，但尚不能据此得出外资主导或操纵了本轮股市下跌的结论。

1. 股市调整前后境外机构积极唱空中国股市

其中较有代表性的包括：摩根士丹利5月7日发布报告表示，由于股价飙涨，但公司盈利能力疲弱，中国股市已变得昂贵；有“债券之王”之称的比尔·格罗斯（Bill Gross）6月3日明确表示，下一个做空目标是深证综指，这是一生难遇的机会；摩根大通6月25日发布报告表示，沪指、深指和创业板此轮牛市已经见顶，并将2016年中期的上证综指最低目标点位设为3250点；瑞银集团资深经济顾问乔治·马格努斯（George Magnus）7月16日表示，中国经济还会继续减速，上证综指会一路回落到2500~2800点的水平。

国际投行和国际传媒通过把持国际市场舆论主导权，可直接影响投资者情绪和具体操作，起到不战而屈人之兵的效果。但制造舆论未必直接诱发A股暴跌，一方面，2015年初，高盛、摩根大通、花旗、

瑞银等国际机构就曾集中发布看空A股的言论，却并未导致A股明显下跌。当然，在股市暴跌发生后，继续唱空难免会加重市场紧张情绪。另一方面，国内当时也有不少有影响力的机构和人士唱空A股，所以，即便唱空有可能加重市场压力，也不能全归咎于外资机构。

2. 境外机构确有做空境外上市中资概念股的操作

做空中国股市并不一定需要直接抛售A股或做空A股股指期货，在境外资本市场做空中资概念股可对境内股价施加负面影响，并恶化投资者情绪和市场预期。在我国资本市场尚未完全开放的情况下，这是境外机构颇为青睐的成本最为低廉的做空手段。若在境内股市下跌的同时做空境外上市中资概念股则可形成境内外互相强化的做空效果。

在6月15日A股下跌之前，香港股市中资概念股就已经遭遇大范围做空。恒生中国企业指数（HSCEI）自5月27日开始下跌，截至6月12日收盘，即上证综指下跌前一个交易日，已累计下跌5.5%；恒生红筹指数（HSCCI）早在5月5日就开始下跌，截至6月12日累计下跌9.6%。6月15日A股市场开始下跌之后，香港中资概念股加速下跌，6月15日至7月8日，HSCEI累计下跌20.6%，HSCCI累计下跌18.6%。

在其他境外市场上市的中资概念股也早就遭遇大规模抛售，大型国有企业受灾程度尤为突出。例如在纽约证券交易所上市的中石油、中海油、中国移动和中国联通，自4月份就开始连续下跌，4月28日至6月12日，累计跌幅分别为14.3%、13.5%、12.2%和14.3%。6月15日至7月8日，即A股连续下跌期间，上述四大公司股价跌幅分别高达11.7%、16.6%、12.2%和22.4%。

与境内A股挂钩的境外股指期货同样遭遇大举做空。例如在新加坡上市，对境内A股市场50家大盘蓝筹股进行跟踪的“新华富时中国A50指数期货”6月9日就已遭遇大举做空，至7月8日累计下跌31.1%，其下跌启动时点早于境内股指期货4个交易日。

但必须指出的是，外资机构在境外的上述做空操作在A股震荡之前就已发生，其间A股曾连续暴涨，所以不能肯定外资做空与A股后来的暴跌有直接关系，外资的操作可能更多体现了它们与境内投资者估值体系和投资理念的巨大差异。

3. 境外机构主导做空A股证据不足

我国外汇收支形势与股票市场走势没有正相关性。本轮股市飙升期间，我国外汇市场供求缺口持续为负，2014年7月至2015年6月，即远期结售汇逆差合计达2344亿美元。换言之，资本外流并未影响A股飙升。虽然A股暴跌始于6月15日，但当月即远期结售汇逆差仅为70亿美元，是2014年9月以来最低值，进一步说明资本外流与A股暴跌无因果关系。

境外机构处于监控范围内并可直接做空A股的渠道主要是QFII（合格的境外机构投资者）、RQFII（人民币合格境外投资者）和沪股通。截至6月12日A股下跌前，QFII和RQFII总额度分别为745亿美元和3827亿元人民币，沪股通每日买卖交易之差上限为130亿元人民币，年度上限是3000亿元人民币。

由于沪股通额度限制非常严格，基本不可能在日成交量上万亿的A股市场起主导作用。6月15日至7月8日，沪股通买卖盘比较均衡，15个交易日仅实现约133亿元人民币净卖出，连推波助澜的作用都难以发挥。此外，6月18日至7月3日，沪股通一度净买入196亿元，进一步说明其缺乏主动做空A股的动机。

在A股上涨阶段，QFII和RQFII已经主动减仓。根据外汇局《2014年中国跨境资金流动监测报告》，2014年，随着A股持续上涨，QFII项下汇出资金40亿美元，达历史最高水平，增长135%，RQFII项下汇出资金676亿元，增长153%。而且，年底这两个渠道均出现了资金净汇出。这主要是因为部分外资机构出于风险敞口管理的需要，在达到一定收益时换持现金或固定收益类产品，或者汇出境外实现收益，“沪港通”带来的替代效应也起到了部分作用。但QFII和

RQFII的减仓并未影响A股大幅攀升，它们充其量是属于因投资理念不同而先知先觉地做空。

暴跌开始后，QFII和RQFII亦难以主导A股行情。2015年3月末QFII重仓股总市值约1510亿元。从2015年3月底至6月12日A股触及暴跌前峰值，上证综指上涨约37.9%，假设QFII重仓股结构不变，暴跌前其总市值可达2100亿元。6月15日至7月8日A股大跌期间，总成交量高达24.5万亿元，QFII重仓股不足以对大面积股票持续跌停起主导作用。当然，QFII重仓股不能代表其总持仓量，但即使非重仓股市值更大，由于过于分散，逻辑上更难以主导A股大面积跌停行情。考虑到QFII和RQFII投资主体类似，比QFII额度更小、入市时间更晚的RQFII就更难以发挥主导作用了。

总体来看，QFII、RQFII和沪股通对A股走势均难起决定性作用。7月1日，中金所宣布，QFII、RQFII在股指期货中只能做套保交易，且在股指期货市场的套保交易符合规则，没有大幅做空行为。如果QFII和RQFII在现货和期货市场均没有足够仓位，那么其主导A股暴跌的嫌疑基本可以排除。

此外，不排除有非法进入A股市场的境外资金在暴跌中发挥了影响。非法资金流入路径主要包括地下钱庄、虚假出口、虚假外商直接投资等，外资由上述渠道入境后可通过个人、机构、私募基金等渠道投资A股和股指期货。从境外市场中资概念股遭遇大举做空的情况推断，非法流入的外资很可能在A股暴跌时参与了做空，并可能其做空时点更早。但仅从股票和股指期货交易账户很难判断其是否属于境外资金。这需要证监会、中登公司（中国证券登记结算公司）、人民银行、海关总署、商务部等部门协调配合，核查交易主体资金来源合法性，才能对外资做空A股市场的资金规模和影响进行合理匡算。而且，如果是境内机构借助境外资金做空A股，也不能界定为外资做空。另外，即便查到了有个别外资机构恶意做空，也不能由个案推出外资恶意做空A股的总体判断。

总体而言，境外机构对A股大幅调整施加了一定的负面影响，但其做空行为是否对此轮A股暴跌起主导作用值得商榷，至少目前没有充足证据表明，外资对A股的做空引发并主导了此轮股市异动。

随着我国资本市场对外开放程度的加深，外资对境内市场走势的影响力正在增强，而股指期货和融券市场的发展也为外资做空提供了更多的工具选择，对此需要有心理和措施上的准备。

（管涛、韩会师）

1. 余永定.中国人该庆幸股市暴跌发生在现在[N].中国贸易报.2015-08-13.
2. 管涛.新起点、新征程：人民币汇改再破局[J].中国外汇，2015（16）.

第三节
股市异动的市场因素

一、散户为主的市场结构缺陷助推羊群效应

根据上海证券交易所的标准，投资者分为三类：自然人（散户）、专业机构和一般法人。其中，一般法人是公司大股东等，很少参与二级市场交易，即使参与也是出于战略投资考虑，对股市造成的是短期冲击，与散户和专业机构为了炒股赚钱频繁交易有本质的不同。以工商银行股票为例，中央汇金、财政部、香港中央结算三者总计持股比例高达94%，留给散户和机构投资者的空间并不高。

所以，A股市场究竟由哪类投资者主导，主要考虑的是除去一般法人之外究竟是“散户驱动”，还是“机构驱动”。此时需要关注两个问题：第一，除去一般法人之外，散户、专业机构持有市值的相对比例；第二，更重要的是，股市定价是交易定价，持有股票但不交易并不会直接对股价产生影响，因此“散户、机构投资者在交易中的相对比例”才是最重要的。

根据上交所2014年统计年鉴披露：从持股市值占比来看，自然人投资者（22%）高于专业机构投资者（15%），其他大部分为产业资本持有（63%）；从交易金额占比来看，自然人投资者（82%）绝对领先，专业机构占比很小（15%）。A股市场的散户驱动特征十分明显。

在一个理性的市场，“股票价格=股票价值”基本成立，价格围绕价值上下波动。一旦股价偏离股票价值，就会出现套利机会，市场自发的做多或者做空，使股价回归价值。价值取决于公司未来现金流折现，短

时间内发生巨大波动的情况很少，所以股票价值波动很低。因此，在一个理性的市场，价格由价值决定，价格的波动率也应当很低。

散户驱动为主导致A股市场极不理性。理性的市场有一个前提条件，就是投资者能够发现股票的价值，并且在股票价值上达成较强的共识，因此投资者能够按照价值进行投资。如果投资者无法发现股票价值，那么价值投资就无从谈起。对于散户而言，发现股票价值几乎是不可能的，因为涉及宏观经济情况、行业情况、企业情况，再加上商业模式、财务模型、估值模型，即使专业从事股票分析的分析员也只能覆盖一两个行业，要求散户进行价值投资几乎是不可能的。散户投资大都不关心股票的价值是多少，甚至连公司主营业务是什么都不关心，他们的标准只有一个：股价能涨就行。多数散户买入股票的原因仅仅是预期有另一个人会出价更高，这就是俗称的“击鼓传花”游戏，这是典型的“资本利得预期”定价，整个过程与价值没有任何关系。

在资本利得预期主导的市场中，价值投资没有意义，因为谁的资金量大，规则就由谁来确定。于是，机构投资者散户化成为中国股市的常态：既然专业化价值投资没用，那么就比散户更散户好了。对于卖方分析师而言，有没有好故事是第一位的，有了好故事才能打开想象空间，才能形成资本利得预期，“国家牛市”“侠之大者，为国接盘”“党给我智慧，党给我胆”都是其中的佼佼者。对于机构投资者而言，与上市公司共同进行“市值管理”（俗称“坐庄”）更加简单明了，上市公司释放利好，机构投资者在市场吸筹，股价自然暴涨，大股东和机构投资者各赚一笔。机构投资者不再青睐价值投资，反而积极拥抱“资本利得预期”，是市场非理性的重要特征。

在一个理性的市场，价格由价值决定，杠杆的作用是正面的：加杠杆只出现在价格偏离价值、存在套利机会的时候，杠杆的作用是加快价格向价值的回归。而在一个非理性市场，价格由资本利得预期决定，杠杆的作用是负面的：在资本利得预期的决定下，价格本来就偏离了价

值，杠杆将偏离程度进一步放大，结果就是泡沫化，不会起到价值发现的作用。在这样的市场中，机构投资者无法通过价值投资获得超额收益，于是很多机构投资者变得比散户更加散户，或者成为庄家，使市场非理性程度进一步加大。

专栏1.3 散户主导的A股难有慢牛

根据2014年《上海证券交易所年鉴》，散户交易量占市场交易总量的82%，但散户的持股总市值仅占21%，这说明散户相对于机构投资者具有更高的交易频率。这反映了散户对市场信息和情绪波动具有更快的反应速度，同时也注定了A股市场难有理论上的慢牛行情。

由于多数散户无意长期持有股票，其着眼点在于快速获取资本利得，一旦散户对所持股票的资本利得预期下降，会立即全部抛售，实现零持仓；反之，一旦散户认为某只股票的资本利得预期看好，就会立即全仓买入。散户在满仓与空仓之间具有极大的自由度，这很容易在市场情绪整体乐观的时候推动市场快速上涨，在市场情绪整体悲观的时候推动市场迅速下跌。

与散户相比，机构投资者主导的市场更容易形成“慢牛行情”，这不仅是因为机构投资者相对较强的投资分析能力有助于其理性投资，避免盲目跟风，更主要的原因是制度的约束使机构投资者很难像散户那样自主决定自身的仓位水平。举例而言，2014年7月公布的《公开募集证券投资基金运作管理办法》规定，80%以上的基金资产投资于股票的，为股票型基金，基金管理人应当自基金合同生效之日起6个月内使基金的投资组合比例符合基金合同的有关约定。这就意味着股票型基金除非在初始阶段，否则不能将股票持仓占比下调至基金资产的80%以下，无论市场情绪如何波动，基金经理可以对具体的股票投资标的进行大幅度调整，但对总体持仓量的调控能力很小。换句话说，公募基金采取用脚投票的方式对大盘加以打压的能力远远小于散

户，这在客观上有助于降低市场整体的波动性。

（韩会师）

二、上市公司结构性问题导致市场供求失衡

（一）股票退市机制不完善

退市机制对于股市的长期健康发展十分重要。如果上市公司没有退市压力，一方面将导致大量不具备长期持有价值的公司充斥市场，股民无法通过长期持有股票获得合理回报必然助长股市的投机行为；另一方面大量垃圾公司的存在客观上分散了投资者的注意力和资金，不利于优质公司获得充分的融资支持，压缩了优质公司的生存空间，进而削弱了股市长期向好的基础性要素。

完善的退市机制对于维持股市供求长期均衡至关重要。在经济增长和货币存量增速受到约束的情况下，上市公司数量过快增长不利于股市供求的长期均衡。以美国纳斯达克市场为例，1995年上市公司数量突破5000家，1996年底突破5500家，创纪录峰值，但1997年之后，退市公司数量逐渐超越IPO（首次公开募股），上市公司总数呈下滑态势，2007年之后稳定在3000家左右。完善的退市制度一方面会不断为好公司留出更大的生存空间，另一方面也有助于股票供求在长期上趋于平衡。这是美国股市能够长期繁荣，并出现历时多年的慢牛行情的重要原因。

反观我国股市，上市公司数量多年来基本处于增加状态，而退市公司极少。1995~2016年的21年间，境内上市股票数量从290只增加至2851只，其间只有2013年上市股票数量出现下滑，但也仅仅减少5只。大量盈利惨淡、交易稀疏、信息披露不透明、分红极少或基本没有分红的上市公司股票充斥市场。

大量垃圾公司的存在不仅分散了投资，也无助于吸引注重价值投资的增量资金入市。一旦市场缺乏好的素材，就会很容易产生供过于求导致的熊市压力。我国多次面临股票供过于求导致的市场下行压力，以至于政府多次暂停IPO以降低股市资金面压力，但对于存量股票的退市清理十分消极。其实，清理垃圾公司不仅可以起到降低股市资金面压力的作用，还可以起到优胜劣汰，促进市场自我净化的作用，在缓解资金面压力的同时增强投资者信心，其效果好于单纯暂停IPO。此外，较低的退市压力和浓郁的投机氛围客观上助长了上市公司炒作股价、诱骗投资者的不法行为，这是机构投资者和上市公司联合坐庄，操纵股价现象屡禁不止的重要原因。

（二）股票回购机制不完善

股票回购是上市公司通过一定的法律程序，从股票市场购回本公司一定数额股票的行为。股票回购将减少本公司发行股票的数量，从而提高每股利润等财务指标，在股价过低时回购股票是维护公司形象、拉升股价的有力手段。

当市场极度低迷或由于信息不对称导致股票价格被严重低估时，股票回购是上市公司维护股价经常采用的手段。与外部投资者相比，公司高管层对公司信息的了解更为全面准确。一方面，若公司高管看好本公司长期增长潜力，其股票回购行为有助于公司未来从股价抬升中获得投资收益；另一方面，公司的股票回购行为也可以在当前给外部投资者传递积极信号，稳定市场悲观情绪，有助于股价的尽快企稳。例如，2008年初美国次贷危机的逐步蔓延对股市构成极大压力，IBM公司董事会于2月27日批准了150亿美元的股票回购计划，受此消息影响，IBM股价迅速上扬。其实美国上市公司大规模回购股票的历史在20世纪80年代就已经开始，1987年10月19日，美国股市遭遇“黑色星期一”，道琼斯工业平均指数暴跌约23%，创单日历史最高跌幅。面对这种情况，当周约有650家公司公开宣布回购本公司股票。

但在我国，股票回购应用得并不广泛。其主要原因在于我国的股票回购机制与国际市场存在较大区别，其中针对“库藏股”的规定差异是制约我国上市公司对股票回购极端消极的主要原因。所谓“库藏股”是指上市公司回购股票后并不将其注销，而是暂时转为公司的库藏股票，以待日后移作他用或再次出售。库藏股并不参与每股收益的计算和收益分配。我国法律目前尚不允许库藏股的存在，2014年开始实施的最新版《中华人民共和国公司法》第一百四十二条规定，上市公司只有在下列四种情形下才能收购本公司股份：一是减少公司注册资本；二是与持有本公司股份的其他公司合并；三是将股份奖励给本公司职工；四是股东因对股东大会作出的公司合并、分立决议持异议，要求公司收购其股份的。并明确规定，属于第一项情形的，应当自收购之日起十日内注销；属于第二项、第四项情形的，应当在六个月内转让或者注销；属于第三项情形的，所收购的股份应当在一年内转让给职工。

很明显，我国《公司法》不允许上市公司保留“库藏股”，上市公司回购的股票除非用于员工奖励，否则必须被注销，上市公司无法通过股票再出售获得现金流。在2015年股市大跌期间，监管部门曾要求上市公司制定维护股价稳定的方案，举措包括大股东增持、董监高增持、公司回购、员工持股计划、股权激励等。实践证明上市公司对股票回购非常消极，其中非常重要的原因之一就是一旦回购股票，对于公司来说是不可逆的现金支出。除非公司增发股票，否则难以重新入市筹资，但增发股票需要重新进行审批，成本较高。因此，无论上市公司的股价是否被低估，其均缺乏入市回购股票的动力。由于上市公司回购股票非常消极，这就在客观上向市场传递了“股价估值偏高导致上市公司不看好自身股价”的信息，进一步加大了市场的抛售压力。

当然，必须指出，我国目前对上市公司回购股票约束得较为严格并非无因，其中一个重要原因就是防止上市公司滥用股票回购操纵公司利润。因为无论是通过负债还是通过利用本公司现金回购股票，都会减少公司净资产，在全年利润不变的情况下，净资产收益率就会大大提高[注]

。其实对股票回购约束较严的国家并不少，总体来看，大陆法系国家对股票回购限制较多，如法国、德国等欧洲国家，而英美法系的国家则限制相对较少，如美国、加拿大等。但从长期来看，有必要借鉴国际经验，进一步完善我国股票回购制度，发挥其在信息不对称的情况下稳定市场的积极作用。

三、杠杆资金加剧股市暴涨暴跌

杠杆的运用是本次股市异动的重要特征，银行资金大规模进入股市尚属首次。这是本次股市异动与2007年股市异动最重要的区别，也是本轮股市异动与上轮股市异动影响不同的主要原因。

在利率市场化的背景下，分业经营已经被打破，统一的金融大市场开始形成。银行资金利用理财资金和非理财资金两种模式，通过认购资管产品优先级、受让两融收益权、间接参与民间配资、同业贷款等渠道参与股市配资。其中伞形结构化信托、互联网及民间配资有明显的门槛低、杠杆倍数高、灵活度大、投资范围广的特征。A股配资有多种渠道，包括证券公司融资融券、证券公司股票收益互换、结构化配资、伞形结构化信托、互联网及民间配资等。在实践中，“配资公司＋HOMS系统（Hundsun Order Management System,恒生订单管理系统）”实际上形成了一个没有固定办公场所、没有牌照、不受监管，但却能实现几乎所有券商功能的体系[注]。2015年6月峰值时，券商融资余额约为2.3万亿元，伞形信托规模约7000亿元，场外配资规模没有官方数据，媒体普遍估计的场外配资规模约为1万亿~1.5万亿元。场内融资与场外各类配资为股市现货提供了充分的做多选择，但现货市场的做空机制严重欠缺，杠杆的多空不对称导致股市容易泡沫化。仅有的现货做空机制——融券实际操作难度很大，由于股东借出券让其他投资者卖出将导致股价下跌，损害股东利益，因此股东不愿借出券，导致无券可融，融资余额显

著高于融券余额，峰值比例高达600∶1。

（一）“强平”条款使高杠杆投资者在股市波动时极为脆弱

在股市下跌阶段，以自有资金入市的投资者可以选择持股等待，即使被深度套牢，只要没有迫切的现金需求就可以长期持有。而融资入市的杠杆投资者一旦股价下跌到其“平仓线”，除非能够补足保证金，否则会被须平仓，没有持股等待的可能，这使得本轮牛市下跌过程中股票的抛售压力远大于上一轮牛市，对股民财富的长期伤害也远大于上一轮。上一轮股市异动中，只要投资者拒绝割肉，暴跌导致的只是账面亏损，而非永远的财富损失；而本轮股市异动中，使用杠杆的投资者一旦爆仓，其财富将彻底蒸发，再无“翻本儿”的可能。杠杆化投资确实能起到以小博大的作用，但同时也有着不可回避的先天缺点。这就如同我们平时使用的筷子被加粗加长了几倍，使用起来固然可以夹起离我们较远的菜，但想吃到口中却不容易[注]。

举例而言，假设配资客户自有资金100万元，以1∶9的杠杆率向配资公司融资900万元进行股票投资。配资公司收到客户缴纳的100万元保证金之后，利用HOMS系统为客户分配子账户，子账户资金总额1000万元。若配资客所买股票价格上涨10%，则盈利高达100万元，即收益率100%。但当股价下滑达到10%，配资客户的自有资金将全部亏光，若股价进一步下跌将危及配资公司的900万元融资。配资公司为确保自身资金安全，会为配资客的子账户设置“平仓警戒线”和“强制平仓线”，不同配资公司的设置标准不同，但原理相同，即在客户保证金亏光之前，提示客户补足保证金，如果客户无力出资，配资公司将利用HOMS系统（或其他类似系统）母账户的高级权限，终止配资客的交易权力，将配资客所持股票全部出售。

在本例中，假设配资公司为客户设定的平仓警戒线是0.95，强制平

仓线是0.93，即配资客子账户市值降至950万元以下时就会提示配资客补交保证金，以确保子账户市值在950万元以上，如果客户未能及时补足保证金，且股市进一步下跌使子账户市值跌至930万元，配资公司会立即取消配资客的交易权限，代替配资客户将所持股票全部出售，即强行平仓（以下简称"强平"）。配资公司为了确保自身资金安全，会以很低的价格出售股票，以便尽早收回本金。因此，即使配资客子账户市值930万元，配资公司也很可能按照900万元的价格抛售。这种短期内集中的低价抛售股票的行为很容易将股价快速打压至跌停板，从而诱发强烈的市场震荡和市场情绪的骤然紧张。前文已经提到，在2015年6月股市大跌之前，市场普遍预计场外配资总规模在1万亿~1.5万亿元，庞大的配资资金一旦集中抛售很容易导致股票大范围地跌停。

（二）"强平"传染极易诱发市场短期内暴跌

杠杆资金强平很容易诱发强平传染。由于不同的杠杆投资者配资比率存在巨大差异，如券商配资的杠杆比率一般不超过1∶1，伞形信托的杠杆率一般不超过1∶3，多数场外配资的杠杆率在1∶5左右，最高一般不超过1∶10。假设券商、信托公司和各类配资公司对于保证金亏损设置了同样的强平条件，那么其强平线必然存在巨大区别，杠杆比率越低，强平线必然越低，对股价下跌的抵抗力也越强。假设各类融资机构均在客户保证金亏损至70%的情况下进行强平，那么1∶1杠杆融资的投资者其强平线为0.65，远远低于1∶9杠杆融资投资者0.93的水平（见表1.3）。换句话说，只有股价下跌幅度达到35%的时候，才会导致1∶1杠杆融资的投资者遭遇强平。表面上看，低杠杆投资者对股市下跌的抵抗力很强，但在实际操作中，由于高杠杆投资者被强平过程中，很容易造成股价快速下跌，从而导致低杠杆投资者受到牵连，即强平传染。

表1.3 不同杠杆比率下的强平线

配资分级				强平线：保证金亏损70%			
杠杆比率	保证金（万元）	配资额（万元）	初始股价	持股总市值（万元）	持股总数（万元）	强平时总市值（万元）	强平线（%）
1∶9	100	900	10	1000	100	930	93
1∶8	100	800	10	900	90	830	92
1∶7	100	700	10	800	80	730	91
1∶6	100	600	10	700	70	630	90
1∶5	100	500	10	600	60	530	88
1∶4	100	400	10	500	50	430	86
1∶3	100	300	10	400	40	330	83
1∶2	100	200	10	300	30	230	77
1∶1	100	100	10	200	20	130	65

假设9名杠杆投资者分别按照1∶1至1∶9的杠杆比率融资入市，保证金均为100万元，最低融资额为100万元，最高融资额为900万元，并假设9名投资者投资于同一只股票，股票初始价格为10元/股，其初始账面总市值均为其保证金与融资额的总和。当股价下跌幅度达到7%时，股价跌至9.3元/股，此时杠杆比率为1∶9的投资者首先触及强平线。正如前文所述，配资公司为了确保900万元融资资金的安全，会以尽可能低的出售价格将100万股股票全部出售。假设其挂牌出售价格为9.1元/股，一旦成交其造成的股价下跌将直接触发1∶8和1∶7杠杆投资者的强平条件，市场会立刻增加170（90+80）万股的抛售量，巨大的市场抛售量很容易导致股价进一步下跌，并将股价打压至跌停板，即9元/股。此时杠杆比率为1∶6的投资者强平条件被触发，市场将再次增加70万股的抛售压力。一旦股票跌停，市场流动性可能很快枯竭。第二天开盘后，前一日尚未完成抛售的配资公司若继续抛售股票，将诱发股价进一步下跌，从而连续触发杠杆比率为1∶5至1∶3的投资者的强平条件，市场抛售规模会进一步增加150（60+50+40）万股。更大规模的抛售必然导致股价更加快速地下跌，于是强平的多米诺骨牌就从高风险的1∶9杠杆投

资者向看似低风险的1∶1杠杆投资者迅速倒塌，最终导致整个市场的恐慌性抛售和股价的崩盘。

（三）下跌恐慌向非杠杆投资者蔓延

普通散户和公募基金的抛盘是市场下跌的另一重要原因。虽然杠杆资金规模巨大，在股市暴跌前其市场总规模在4万亿元以上，但当时市场总市值超过60万亿元，在逻辑上杠杆资金遭遇强平尚不足以覆盖整个市场，也不会导致市场整体跌停。但随着杠杆投资者集中被强制平仓，大量股票迅速跌停导致恐慌情绪迅速在市场蔓延，未参与配资的普通散户迅速加入抛售大潮，同时大规模赎回基金。基金遭遇赎回潮只得大量抛售股票筹集现金，在大量股票跌停失去流动性之后，基金公司只能加大非跌停股票的抛售力度以筹集现金，使得爆发于杠杆资金强平的跌停浪潮向整个市场蔓延，而这又进一步加剧了市场的恐慌。在现货市场下跌的同时，股指期货市场的同步暴跌对市场情绪恶化起到了推波助澜的作用。

专栏1.4 价格=价值+资本利得预期×杠杆程度

股票价格取决于什么？按照经典金融学理论，股票价格取决于价值，价值主要是指未来现金流折现。根据市场有效假说，尽管价格在短期内可能偏离价值，但此时会存在套利机会：若价格高于价值，则卖出者增加，从而使得价格回归价值。因此，按照有效市场假说，如果不考虑价格对价值的短期偏离，在均衡状态下，“价格=价值”是成立的。

但是，这一定价原理解释不了股票价格的大幅波动，以及为何会出现泡沫。以美国互联网泡沫为例，在短短一两年之内，纳斯达克指数从2000点上涨到5000点，并在接下来的一两年内，又由5000点回落至1000点。股票的真实价值显然不可能发生如此大幅度的波动，因此

这表明股票价格可以在较长时间（几个月至几年）内偏离真实价值，市场并不像有效市场假说预言的那样有效。其他金融资产也具有类似的特征，例如房地产、大宗商品等，都可能出现价格大幅波动以及泡沫。按照有效市场假说和价值决定价格，这些现象都是无法解释的。因此，课题组认为，尽管有效市场假说长期是成立的，但是在短期和中期内，市场并不有效，金融资产价格有其他的决定因素。

为了更清楚地说明金融资产定价原理，首先来分析一般商品。对于一般商品，“价格=价值”是成立的，因为供需因素会使得价格回归价值。具体来讲，如果价格高于价值，则供给方会增加供给以获取利润，而需求方则会减少需求以避免损失，因此供给增加、需求减少会导致价格下降，从而价格回归价值。

但是，“金融资产”与“一般商品”有本质上的区别：第一，参与者并不能分为“供给者”和“需求者”，每一个金融市场参与者既是“供给者”，也是“需求者”。除去部分不可转让的金融资产之外，多数“需求者”在买入金融资产后，都会变为“供给者”，将金融资产卖给下一个“需求者”。第二，一般商品市场参与者是为了获取商品的使用价值，而金融市场参与者除了获取“使用价值”（股票分红、债券利息等）之外，还为了获取资本利得（股票、债券、大宗商品的价格变动）。第三，一般商品市场以交易增量（新生产的商品）为主，而金融市场以交易存量（现存的金融资产）为主。一般商品的“原始供给者”的价格弹性较大，即如果价格明显偏离价值，则“原始供给者”可以通过增加产量或者减少产量，用增量的变化来调节市场总供给，而金融市场“原始供给者”的价格弹性较小，即如果价格明显偏离价值，并不会出现增量供给的迅速变化。由于金融资产与一般商品在本质上存在区别，因此，两者的定价模式并不相同。

对于金融资产，“价格=价值+资本利得预期×杠杆程度”，根本原因在于投资者不仅需要获得价值，还需要获得资本利得。其中：（1）价值取决于未来现金流折现等方法衡量的真实价值，粗略地

讲，近似于不存在交易的情况下金融资产的价值。（2）资本利得预期取决于投资者对未来资产价格的预期，典型的影响因素包括：是否有好“故事”、资产价格的历史表现、其他投资者的预期、市场理性程度等。（3）杠杆程度在股票市场主要包括融资融券、配资等，在房地产市场包括房地产抵押贷款等，在债券市场包括债券质押放杠杆等，杠杆程度在牛市中放大资产价格上涨幅度，在熊市中放大资产价格下跌幅度。

下面重点讨论杠杆程度。杠杆具有显著的“正反馈”机制：“资产价格上涨→抵押品价格上涨→杠杆增加、买入增加→资产价格上涨……”这与资产价格的历史表现的正反馈类似。对于房地产市场，这一“正反馈”机制是显而易见的，因为房地产本身就是抵押物，所以抵押物价格上涨，导致抵押贷款资金增加，进而导致房地产价格进一步上涨。对于股票市场，“两融”中的股票属于抵押品，符合上述机制；对于“配资”，抵押品并非股票，上述机制似乎并不成立，但是仔细分析就会发现，“正反馈”机制仍然成立。具体而言：假设自有资金1万元，配资比例1∶4，即自有资金1万元，配资资金4万元，总计购买股票金额5万元；购买股票，上涨20%，卖出股票盈利1万元，则自有资金变为2万元，假设此时配资比例仍为1∶4，则配资资金变为8万元，总计购买股票金额变为10万元。简而言之，尽管最开始的抵押品（保证金）是现金，但是股价上涨之后将产生资本利得，这将成为新的抵押品，杠杆的正反馈机制仍然成立。

综上所述，对于金融资产，“价格=价值+资本利得预期×杠杆程度”，在资产价格大幅波动时期，“价值”的变化并不重要，重要的是“资本利得预期”和“杠杆程度”。其中，资本利得预期取决于是否有好“故事”、资产价格的历史表现、其他投资者的预期、市场理性程度等，而杠杆程度放大了上涨或者下跌的幅度。通过“资本利得预期”和“杠杆程度”的“正反馈”机制，股市形成自我循环，股价上涨进一步导致股价上涨。

按照“正反馈”机制，上涨的结果是更大的上涨，资产价格泡沫似乎可以无限大，但从历史来看，显然并非如此，“出来混迟早要还的”。根本原因在于，长期来看，“价格=价值”是成立的，因此价格存在回归价值的动力。那么，资产价格是如何从上涨转为下跌的呢？在每一时刻，资本市场都可以分为两部分：局内人（潜在卖出者）和局外人（潜在买入者）。对于局内人而言，已经买入金融资产，等待卖出；对于局外人而言，还未买入金融资产，是潜在的“接盘侠”。当然，局内人和局外人的转换可能是迅速的，在此只考虑最简单的情况。对于局外人而言，如果相信了故事，或者受“赚钱效应”影响，或者受其他投资者影响，则购买金融资产成为局内人，因此，局外人是逐渐减少的，局内人是逐渐增加的。对于局内人而言，随着价格偏离价值幅度逐渐增加，投资者的恐慌程度会逐渐增加，获利而卖出金融资产将显著增多。直到某一时刻，一定会出现“出逃的局内人＞新进入的局外人”，这一时刻就是“明斯基时刻”，资产价格上涨趋势被逆转，资产价格下跌开始了。

资产价格下跌并不可怕，可怕的是暴跌。而回顾历史，暴跌是结束资产价格泡沫的常态，这是为什么呢？原因在于，“资本利得预期”和“杠杆程度”的“正反馈”机制在股票价格下跌时同样存在，股票价格下跌的结果是股票价格的进一步下跌。对于资本利得预期，主要“正反馈机制”是“股价下跌→故事可信度降低→卖出增加、买入减少→股价下跌→……”“股价下跌→亏钱效应→卖出增加、买入减少→股价下跌……”对于杠杆程度，主要“正反馈机制”是“股价下跌→股票抵押品价格下跌→买入减少、卖出增加→股价下跌……”“股价下跌→名义自有资金减少→强制平仓、卖出增加→股价下跌→……”资本利得预期和杠杆两者均具有正反馈机制，两者互相强化共振，下跌导致更大程度的下跌，结果就是暴跌。

（邓海清、陈曦）

四、市场交易机制缺陷助长股市暴涨暴跌

交易机制主要包括交易市场、交易时间、投资者准入等方面，广义的交易机制还包括上市机制和退市机制。在股市异常波动中，暴露出了我国目前交易机制的诸多不足。

（一）涨跌停板制度无法降低现货市场波动性

涨跌停板制度，是指股票在一个交易日中的成交价格不能高于或低于以上一个交易日结算价为基准的某一涨跌幅度，超过该范围的报价被视为无效，不能成交。我国证券市场现行的涨跌停板制度是1996年12月13日发布、1996年12月16日开始实施的。制度规定，除上市首日之外，股票（含A股、B股）和基金类证券在一个交易日内的交易价格相对上一个交易日收盘价格的涨跌幅度不得超过10%，超过涨跌限价的委托为无效委托。

我国股市以前有过涨跌停板制度，在1992年5月21日被取消。取消当日股市从前一个交易日收盘617点瞬间高开冲到1300点以上。涨跌停板（确切说是涨跌幅限制）是1996年12月7日，政府动用《人民日报》超级行政干预股市后重新设立的。重新设立后股指连续3个交易日跌停，市场用脚投票的选择反映了涨跌停板的设立对市场的利空效应。

涨跌停板设立的初衷是平抑过度投机与操纵市场，同时保护中小投资者。中国股票市场如果没有涨跌停板的限制，有可能出现类似美国、香港市场，一天现货指数下跌30%~40%的极端情况，引起现货与期货的基差大幅波动，甚至可能影响到期货市场保证金交易制度的有效运行。

然而，涨跌停板真的能够起到抑制市场大幅波动，保护投资者的作用吗？在这次股市异动中，2015年7~8月出现过多次千股连续跌停的场

面。以暴风科技为例，暴风科技上市后出现连续27个涨停板。投资者在涨跌停板制度面前，失去了判断信息对市场影响力度的能力。因为涨跌停板制度规定了一天内最高涨跌幅，如果上市公司有重大利好消息出现，公司股价难以在一天内消化利好，做多能量会延续到后面的交易日，其他游资可能会参与进来，加剧股价上涨，利空消息亦然。如果没有涨跌幅的限制，暴风科技不可能在一天内上涨13倍（27个涨停板的累计涨幅），任何理性的市场都不可能发生这样失真的价格严重背离价值的交易行为，而在涨跌幅限制下，投资者情绪持续地被涨停板所点燃，形成了资金推动的暴涨局面。

除此之外，涨跌停板制度亦为价格操纵者提供了更加充裕的时间，有助于其引导市场预期，降低操纵股价的成本。在无涨跌停板的股市中，单边走势更加难以形成，价格的调整将更加迅速，及时地反应市场信息并促进交易者调整预期。

观察恒生指数、道琼斯工业指数、纳斯达克指数的历史波动情况，会发现它们尽管没有涨跌幅的限制，但日间波动大都在很小的范围之内，日涨跌幅超过5%的情况极为罕见。道琼斯工业指数在2008年全球金融危机期间，从2007年10月的历史高点约14000点，下降至2009年3月9日的历史最低点6547点，17个月内下降约53%。比起A股2015年6月至8月的表现，2个月下跌45%，依然算是平稳的。由此可见，中国的涨跌板制度并未对股市的平稳运行起到预期的作用。

专栏1.5 中国股市涨跌停板制度所导致的道德风险模型

假设资金投资有两种投资状态（0,1）：类型0为容易遭受损失的状态，投入资金至股性投资品（风险资金），类型1为难以遭受损失的状态，投入资金至债性投资品（避险资金）。类型0和类型1的参与

概率分别为p与1－p，两种拟投的初始资金分别为I_0和I_1。假设投入市场遭受的波动额为r，对于一笔本来是偏避险的资金而言，则参与股性投资品的概率p=p(r)，有 $\partial p/\partial r = p'(r) \leqslant 0$。

在没有涨跌停板情况下，投资者的效用函数可以表示为：

$$EU = p(r)\,U[I_0 - r] + [1 - p(r)]\,U[I_1 - r] \quad (1)$$

假设U函数满足效用函数一般特征，U′>0， U″<0,则最优的波动额选择应最大化上述期望效应，对（1）求关于r的偏导数，可得期望效应最大化的一阶条件：

$$-p'r(U_1 - U_0) = (1 - p(r))U'_1 + p(r)U'_0 \quad (2)$$

其中U_1=U(I_1－r)表示状态1下的效用，U_0=U(I_0－r)表示状态0下的效用。式子（2）的左侧表示波动额r的边际收益，即波动额增加，会降低参与股性投资品的概率，从而带来效用的增加。右边表示边际成本，即波动额增加，会带来的效用减少值。在均衡下，边际收益等于边际成本。

在模型中加入涨跌停板之后，模型（1）可以改写为：

$$EU = p(r)\,U[I_0 - r + s] + [1 - p(r)]\,U[I_1 - r - c] \quad (3)$$

其中，c表示从债性投资品中抽离的资金，s表示投入股性投资品后，所能获得的超额收益。c与s存在一定的关联，一般而言，在牛市中，c越高则s越高，可以用函数关系表示为c=sZ(r)，其中Z为股市的收益函数。因此，（3）式可以写成：

$$EU = p(r)\,U[I_0 - r + s] + [1 - p(r)]\,U[I_1 - r - sZ(r)] \quad (4)$$

对（4）求关于r的偏导数，可得投资者在有涨跌停板保护下的期望效用最大化一阶条件：

$$-p'r^*(U_1-U_0)-[1-p(r^*)]U'_1[1+s^*Z'(r^*)]-p(r^*)U'_0=0 \quad (5)$$

其中，$U_1=U(I_1-r^*-sZ)$代表状态1下的效用，$U_0=U(I_0-r^*+s)$代表状态0下的效用。由于涨跌停板对避险资金和风险资金都是同种程度的保护，因此我们假设$Z'(r)=0$，若$Z'(r)<0$，则说明资金只要发现有波动额，则认为自己受到的保护存在差异，则认为股市的收益函数显著为负，不值得投资。因此，在此假定下，（5）式可以改写为：

$$-p'r^*[U(I_1-r^*-sZ)-U(I_0-r^*+s)]$$
$$=[1-p(r^*)]U'(I_1-r^*-sZ)+p(r^*)U'(I_0-r^*+s) \quad (6)$$

上式左边表示意识到波动性后，采取自我保护的预防方式，则参与股性投资概率下降所带来的效用增加值；右边表示由于参与波动性投资带来的效用下降值。

道德风险的原理在于，涨跌停板制度降低了自我保护水平，增加了风险偏好。因此，考察波动额与超额收益额之间的关系成为分析的关键。于此，将（6）式对超额收益S求微分，可以得到：

$$\frac{dr^*}{ds}=-\frac{\partial U_r^*}{\partial s}/U_{rr}^* \quad (7)$$

由$U_{rr}^*<0$，因此判断（7）式的符号只需确定$\frac{\partial U_r^*}{\partial s}$的符号。

$$-\frac{\partial U_r^*}{\partial s}=p'r^*[U'_1(-Z)-U'_0]+(1-p)U''_1(-Z)+pU''_0 \quad (8)$$

（8）式的第一项为正，因为$p'r^*<0$，且$U'>0$。第二项可以改写为：

$$p[U''_0 - (1+\lambda)U''_1] \quad (9)$$

式子中λ表示风险识别度，满足：

$$Z = (1+\lambda)p/(1-p) \quad (10)$$

由于$U''_0 < 0, U''_1 < 0$，因此道德风险产生的充分条件是，（10）式中，λ≥0。

综上所述，涨跌停板减少了容易遭受损失的状态和难以遭受损失的状态之间的波动差距，当涨跌停板对所有的资金，不论是风险资金还是避险资金，都形成保护的时候，交易制度的保护替代了资金自身对风险评估后的保护，资金自身的风险保护动机被抑制，道德风险由此产生。涨跌停板机制诱发了避险资金对风险资产的追逐，容易造成拥挤交易和踩踏效应。

（马天平）

（二）现货市场T+1交易制度提升股市流动性风险

我国股票市场曾经实行过T+0交易制度（即当天买入股票可以在当天卖出的交易方式）。1992年5月，上海证券交易所在取消涨跌幅限制后实行了股票的T+0交易，1993年11月，深圳证券交易所也取消了T+1交易制度（即当天买入的股票不能卖出，只能在第二个交易日以后才能卖出的交易方式），实施T+0交易制度。但由于当时股票市场各方面条件不成熟，监管缺乏经验，以及股市过度投机现象比较严重，因此，管理层决定在1995年1月1日开始，取消股票的T+0交易制度，改为T+1交易。至此，T+1股票交易制度沿用至今。目前，中国股票的现货交易均执行T+1交易制度，对资金仍然实行T+0交易制度，即当日回笼的资金

马上可以使用。期货交易执行T+0交易制度。

中国股市以中小个人投资者为主（散户市场），对于散户投资者来说，日内回转投资可能是其控制日内风险的唯一手段，而在T+1交易制度下，失去了日内认错并止损的机会。股票交易属于100%保证金的非杠杆交易，当杠杆资金大量进入后，股票市场的杠杆交易属性增强，变成一定程度的期货属性交易。场内融资和场外配资的杠杆存在与否，是股票市场交易性质改变与否的甄别变量。对于含有期货属性的杠杆交易，应使用期货交易机制。期货交易是杠杆资金的常态交易，在期货交易模式下，不会引起交易的流动性风险和市场的系统性风险，主要原因是期货交易采用T+0交易制度。当含有杠杆的股票交易使用T+0交易制度时，股票交易的流动性增加，股市的波动得到有效释放，有利于股票市场的稳定。

T+1交易制度对于稳定市场、抑制投机的作用很小，反而更容易导致市场恐慌[注]。股票价格在向其均衡价值波动的过程中受到人为的干扰，在日内的买入力量不能与卖出力量匹配，而是T日的买入对应至少T-1日前买入的标的物在T日的卖出，这种时滞的延后也就使市场在买卖制度下所具有的价格发现功能降低，同时也妨碍了市场机制的正常运作，导致市场运作无效率。不能如同期货市场一样，保持每时每刻的买盘和卖盘数量均等，从而实现不同交易对手对真实信息含量进行有效的撮合匹配。T+1交易制度通过限制一个交易日内能够实现的卖出来限制股价的及时反应，阻碍了原本可以在一个交易日内完成的价格变化，从而导致价格波动性延伸到下一个甚至更长的时间内，这样产生风险的挤出效应，将波动持续外溢，而这种外溢性会促成单边市。

一个交易市场如果设置了T+1交易制度，还设置更多人为限制的交易障碍，将极易造成市场流动性的枯竭。在金融品种中，期货交易制度的流动性一般较高，主要是选了T+0交易制度。期货交易作为含有杠杆的交易，杠杆的略微变动极易导致杠杆坍塌，从而发生踩踏效应。这时

候，需要较强的流动性深度通过价格快速反应的方式予以承接，而T+0交易制度是建立流动性深度的重要措施。全球的交易制度显示，如果不采用T+0交易制度，一般会放松其他交易限制，以便进行“制度补偿”，从而实现流动性宽松，防止流动性陷阱。在期货市场中，最常见的是不设置涨跌停板制度，或者选择被广泛交易的行业品种，如大宗商品。如果是信息不对称程度较高、市场认知度不足、不能被广泛交易的小品种，则会最大限度地提高其流动性空间。股票不同于期货，其微观性更强，特质信息较多，尤其不同于国债、铜、股指等宏观性更多的品种，其对流动性环境的依赖性更强。

（三）市场做多与做空机制不对称

我国采取开盘收盘五分钟集合竞价，其他交易时间连续竞价交易制度。在这种制度下，正常的交易政策是先买入股票，再卖出股票。这意味着如果要卖出股票，就必须先持有股票。当投资者预计股票价格上涨时，此种交易策略可以获利；而预计股票将要下跌时，此交易策略无法获利，即使股票如预期一样下跌，投资者仍然无法从看空的正确预期中获得收益。因此，这样的交易制度倾向于引导投资者集体看多。当有看空的投资者出现时，由于其无法执行有效的交易策略，因此被迫离场，或者加入看多的投资者行列。

对于做空手段，目前我国期货市场已经有了上证50ETF期权、沪深300股指期货、上证50股指期货和中证500股指期货，并针对个股推出八只股票期权。同时，融券业务也可以做空个股，目前融券标的有200多只。2015年4月，证监会新闻发言人表示，根据《证券公司融资融券业务管理办法》，证券业协会、基金业协会、上交所、深交所发布《关于促进融券业务发展有关事项的通知》提出，支持专业机构投资者参与融券交易，扩大融券券源，近期将扩大融券交易和转融券交易的标的证券至1100只。

从标的来看，融资得到的资金可以做多A股的任何股票，只要到期偿还货币本金与利息即可，而融券则只能做空该标的股票本身。无论是从资金来源还是标的范围而言，做多的力量均远胜于做空的力量，多空机制不均衡最终使得市场失去自我平衡能力[注]。股票的涨跌本应是市场力量均衡的结果，看多者与看空者应当享有平等的交易渠道，才能使得股票的涨跌完全反映市场的博弈，而不是政策引导的结果。

做空制度的匮乏除了助推股票的单边上涨外，在股市泡沫已经明显不能支撑时，将加剧市场的暴跌。在股票严重高估时，没有新的资金加入，看多的投资者已经全部持有股票，这时，出清股票的压力将使得投资者只有一种退出方式，即出售股票。但此时，市场上并没有合适的交易对手来交易股票，股票的流动性出现危机。

（四）停牌制度过于随意

股市异动期间，沪深两市一共有1500家公司停牌。停牌理由包括：公司正在筹划重大事项、公司拟进行管理层激励、公司筹划员工持股计划。市场企稳后，其中超过一半的停牌公司复牌。停牌降低了股票组合和ETF的流动性，一些ETF被迫暂停赎回，银行也难以评估基于A股的衍生品。

过于随意的停牌制度无益于减缓股指下跌，反而会加重其他股票下跌幅度，甚至造成流动性危机。虽然无论是中国内地、中国香港地区还是美国，最终是否停牌的决定权都握在交易所手上，但是各地关于停牌的立场有所不同。纽约和香港交易所奉行的原则是尽可能维持上市公司的交易，除非有非常重大的消息需要披露或者该重大消息有很大的不确定性或风险，一般情况下都不会允许上市公司随意停牌。反观内地，以信息披露为出发点，公司可以以交易所认为合理的理由申请停牌，只要有消息可能影响股价都可申请停牌，即使消息不属实也可先行停牌，等公司澄清公告后再复牌。

1. 朱晓莉. 我国上市公司股票回购的独特性及发展[J]. 商业会计，2007（3）.
2. 陈彬.场外配资的违法性分析[J].证券市场导报，2015（9）.
3. 王洋. 中国股市的达摩克利斯之剑——场外配资[J]. 商业文化月刊，2015(27).
4. 邓海清，管涛.进一步完善股市的后续救市预案[N].21世纪经济报道，2015-08-19.
5. 吴晓灵.股灾源于制度缺陷[J]. 商业观察，2015(5).

第四节
股市异动的监管因素

一、监管机制不协调

当前金融行业已由过去较为严格的分业经营走向一定程度的综合经营，而现行的以机构监管为特征的分业监管体系造成一定程度的条块分割，带来监管真空、监管重叠、监管套利[注]、系统性风险难以统一监控等一系列问题。但在金融体系相对稳定时期，金融监管部门通常没有足够的动力和压力进行监管体制的改革[注]。

现行监管体系下，“一行三会”的数据收集仍分别进行，不存在覆盖整个金融市场的信息系统，监管部门之间虽然可以进行一定程度的信息共享，但由于各自收集数据的目的和侧重点不同，难免存在一定的时滞，单个监管者难以对金融市场运行及时准确的全局性把握和判断，极大地影响了决策有效性。此次股市异动中，除了券商融资、分级基金等透明度较高的杠杆资金以外，大量杠杆资金是通过伞形信托、配资公司等渠道流入股市的银行理财资金，对于这些资金，行业监管部门不能清楚地了解其流向，而证券监管部门也很难掌握其来源。股市异动前证券监管部门未能及时监控和识别风险，很大原因就是由于缺乏杠杆资金的准确数据，进而影响了相关措施的力度和时点选择。

行业利益不一致也影响了监管举措的同步。在此轮股市上涨中，银行、信托都是杠杆式的获利方。在提供融资方面，银行、信托机构与证券机构甚至存在竞争关系，券商两融利率约为8.6%，而伞形信托利率更低、更易办理，可买标的证券范围更宽。

此次股市异动也暴露出监管机构之间的协调不力。金融市场的内在关联性及风险的跨市场传播，需要监管机构协调行动，形成监管合力。2013年8月，我国成立了由央行牵头的金融监管协调部际联席会议制度。此项制度虽在一定程度上加强了各监管部门间的沟通协调，但更多时候仅是一个议事机构，缺乏对各部门的约束力，很多问题议而不决，缺乏落实。在救市过程中，联席会议也未能发挥有效作用，最终总体救市行动仍上升到国务院层面统筹决策。

专栏1.6 从余额宝到HOMS：反思金融创新与金融监管的关系

1.对互联网金融创新的监管应坚持疏堵并举

当金融监管抑制了社会公众的投融资需求，就会产生金融创新的冲动。无论是以“余额宝”为代表的互联网理财产品，还是以“人人投”为代表的众筹融资平台，抑或是借助HOMS进行场外配资的证券投资，其之所以能够迅速形成规模，根本原因是满足了社会各阶层强烈的投资意愿和融资需求。对于客观存在的投融资需求，金融监管应开正路、堵邪路，尽可能地令各类创新的投融资行为走到阳光之下。通过提高信息透明度，一方面可以增强监管机构对金融市场的总体风险把握能力，另一方面也可以提高社会舆论对金融创新的社会监督能力，二者合力可以有效降低无序金融创新的潜在风险。

举例而言，券商融资与各类场外配资本质上均是为股票投资者提供融资，但券商融资较高的准入门槛将资金规模较小的投资者排除在外，其较低的杠杆水平又将风险偏好较强的高收入者排除在外。该制度设计本是为了保护投资者，避免过度投机，却在客观上刺激了低门槛、高杠杆场外配资的迅猛发展。由于场外配资在传统证券市场监管范围之外，缺乏有效的信息获取途径，监管当局无法准确地把握杠杆资金的整体规模、参与主体、平仓条件等关键性指标。直至6月份清

理场外配资全面启动，无论是监管部门还是新闻舆论均对杠杆资金的规模缺乏统一认识，对其集中平仓的风险缺乏应对预案，这是导致本轮股市异动的重要原因。

虽然可以通过取缔HOMS打击场外配资，但HOMS等证券投资分仓管理系统只是突破现行证券投资监管框架的一种技术手段而已，对其进行打击并不能消除客观存在的杠杆投资需求。在计算机和互联网技术蓬勃发展的今天，如果在监管制度上不能为之拓宽合法渠道，就很可能催生新的规避监管的技术创新。

从“堵”“疏”并重的角度着眼，一方面可采取降低券商融资门槛，提高券商融资杠杆倍率等手段拓宽合法融资渠道，将尽可能多的融资需求纳入透明、规范的监管体系，从而缩小非法配资的生存空间；另一方面明确民间配资公司的资质要求和最高融资杠杆限制，并将分仓账户体系纳入监管体系，责成软件公司对分仓账户实际控制人和责任人做出明确授权和审核，并留存分仓账户使用人相关身份资料，以确保市场信息的准确、及时与透明。这样既不完全否定民间杠杆融资的合理性，又将尽可能多的杠杆资金置于监管视野之内。上述手段虽然并不能消除市场波动，却可以令监管者和社会舆论客观评估市场风险，尽可能消除信息不对称对市场的负面影响(注)。

2.跨市场金融创新呼唤金融监管走向统一与融合

近年来互联网金融创新表现出越来越明显的跨市场特点，产品设计的各个子环节都符合相应领域的监管规则，但各子环节构成的整体则很容易突破法律框架约束。在我国以“一行三会”为基本框架的分业监管模式下，跨市场的金融创新使单一监管部门难以发挥监管作用，在涉及部门利益时甚至会造成彼此推诿，导致监管真空。

举例而言，在一个简单的场外配资流程中：配资公司与信托公司合作发行一款结构化证券投资产品，配资公司自有资金1亿元，信托公司融资2亿元；商业银行发行2亿元的理财产品认购2亿元的信托计

划；配资公司将自身采购的HOMS系统与信托公司交易系统对接，并利用HOMS系统进行分仓管理；配资客户在配资公司分配的分仓账户里进行股票投资操作。

在上述流程中，商业银行发行理财产品购买信托产品，金融软件公司出售HOMS信息管理服务，证券公司为信托公司开立账户并监控资金交易，信托公司和配资公司联合发起信托投资计划，上述四个环节每个环节都符合人民银行、证监会和银监会的监管法规。其违法环节是配资公司向匿名配资客户分配分仓账户。配资客户在分仓账户内进行股票投资操作时，其个人信息和账户操作并未在证券公司系统中留下真实记录，突破了证券交易实名制原则。但配资公司并不在“一行三会”的传统监管范围内，其财务状况、杠杆比率、平仓条款、融资渠道等关键信息都是黑箱。在配资业务的实际运营中，银行、信托、证券公司作为参与者大都对配资公司的运作过程心知肚明，为了确保自身的资金安全，信托公司与商业银行甚至会参与配资公司的杠杆比率、平仓条件等关键制度的设计，但这一切都在私下进行，并无法律性文本留下证据，其核心驱动力是各类金融机构增加市场份额，提高盈利的利益意愿。

在目前“一行三会”监管框架下，没有一家金融监管机构具备监控市场系统性风险所必需的信息与权威，各监管部门也难以做到有效协调。即使做到有效协调，在机构监管框架下也可能遇到超出其监管视野的金融创新。互联网金融创新的发展，客观上需要将所有具有投融资功能的金融产品与业务流程均纳入统一的监管范围之内，由单一机构行使监管职能。其监管职能不应只局限于具体金融机构业务操作的合规，而是着眼于系统性风险的防范，对债券、股票、信贷、信托、民间融资等各个金融子市场的稳定承担明确的监管责任。

当然，也必须看到，对于场外配资等金融创新，并非加强监管就一定可以“药到病除”，投资者受潜在的高收益诱惑而忽视市场下跌可能造成的高额损失是其积极参与各类高风险投资的重要原因。加强投

资者教育，使投资者在“安全性、流动性与收益性”三者充分权衡的基础上理性投资是一项长期任务。

3.金融监管须避免被金融创新的积极作用干扰其独立性

金融监管应立足于通过科学立法和严格执法来防范并化解金融风险。虽然金融监管不可避免地会影响到各个金融领域的经营实体、金融产品及价格体系，但监管机构既不应为独立经营的金融机构设置具体的经营目标，也不应对所监管市场领域在增长速度、规模扩张、价格变化等方面设置主观目标。否则，金融监管部门就很容易对有利于其目标实现的金融创新放松监管——即使金融创新存在较为明显的违规成分。

举例而言，场外配资机构对HOMS系统的大范围使用明显违背证券投资实名制原则，且早已在证券投资界人人皆知，但资本市场在中小企业和创新型企业发展融资方面被社会舆论赋予了过高的使命，这在客观上需要股指上涨加以配合，而杠杆资金的入市的确有助于股市上扬，官方媒体亦对股市快速上扬持肯定态度。在股民、上市公司、官媒、政府均对股市快速上扬持肯定态度的背景下，监管机构对各类杠杆资金入市顺水推舟地持默许态度，对于便利杠杆资金管理的HOMS、同花顺等交易管理系统的非法使用亦持宽容态度。与此同时，银行、证券公司和信托公司均在配资业务的膨胀中分得一杯羹，在未发生重大的系统性风险之前，任何一个监管部门都缺乏主动对其加以约束的动力，最终导致杠杆资金急剧膨胀，股市也在快速上涨中积累了巨大的风险。

事实证明，以规避现有监管法规为目的的金融创新往往可以迅速活跃市场，在特定环境下这可能导致监管机构不愿对其进行监管。从余额宝、场外配资等金融创新短期内急剧膨胀的经验看，依托于互联网技术的金融创新由于可以充分满足从草根到精英各个社会阶层的投融资需求，所以很容易在监管机构反应过来之前就已经形成巨大的市场规模。金融监管若因其活跃市场的积极作用而放任其在监管框架外

野蛮生长，则很容易形成尾大不掉的局面，并带来系统性风险。金融监管只有恪守裁判员本分，坚持合法合规是金融创新准入的基本原则，才能确保监管独立性，防患于未然。

总体而言，在宽流动性、低利率的环境下，市场风险偏好上升，追逐高回报率的预期增强。虽然互联网金融技术降低了经营者和投资者的流入门槛，有助于储蓄与投资的对接，但也因为无监管、无数据，积累了一定的金融风险。对于任何金融创新业务，都应该有基本的监管底线，不能放任自由，以致尾大不掉、养虎成患。随着互联网技术的蓬勃发展，金融创新在极短时间内动员庞大社会资金，跨市场运作的能力大为增强。统一监管资源，明确系统性风险责任主体，强化监管独立性，积极疏导社会投融资客观需求，大力提高社会投融资信息透明度，是对金融创新施加有效监管的急迫要求。

（管涛、韩会师）

二、监管部门不中立

监管部门是否专业、中立直接决定其甄别、防范、化解市场风险的能力，专业性不够将导致监管部门难以及时甄别风险，中立性不够则使得监管部门即使能够及时甄别风险，也可能由于各种因素的掣肘而难以进行有效防范和化解。在本轮股市异动中，监管部门的中立性和专业性均遭到较大质疑。

由于新闻舆论，特别是在市场中占据话语权主导地位的机构投资者将股市上扬和国家经济转型、升级捆绑在一起，逐渐形成了反对股市上涨就是反对改革的市场舆论氛围，提示投资风险的机构与个人面临巨大的社会舆论压力。在这种市场氛围中，不但一般媒体对质疑股市过快上扬持谨慎态度，监管机构对股市风险的提示也尽可能地含蓄，对潜在的

违法违规行为甚至不敢重手处理，其中最为突出的是对场外配资的默许与纵容。

虽然出于保护中小投资者，抑制市场过度投机的动机，券商融资制度具有严格的杠杆比率和投资者准入限制，但较高的准入门槛将资金规模较小、入市时间较短的投资者排除在外，较低的杠杆水平又将风险偏好较强的高收入者排除在外，这就为杠杆投资者在监管视野之外突破券商融资约束提供了动力。于是导致以伞形信托、场外配资为代表的场外融资迅速崛起，而借助HOMS，不同资金实力、不同投资经验的社会各阶层人士均能融资炒股。伞形信托的杠杆比率一般为1∶2至1∶3，场外配资的杠杆比率最高可超过1∶10。在股市暴跌之前，券商融资总额为2.2207万亿元（见图1.12），伞形信托约为7000亿元，保守估算场外配资规模约1万亿~1.5万亿元。庞大的杠杆资金的涌入对活跃股市交易，刺激股市上扬起到了积极作用。

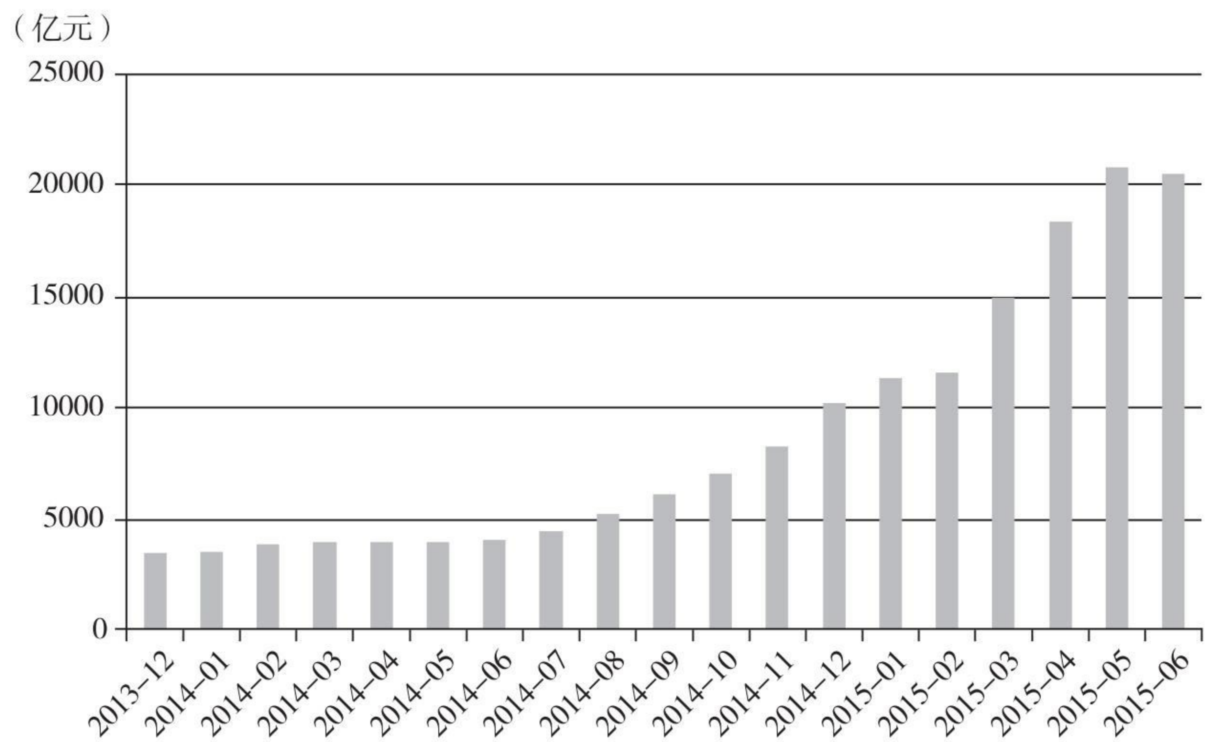


图1.12 2013年底至2015年中券商融资余额

数据来源：Wind

监管部门对于场外各类杠杆资金的存在并非毫不知情，对于以HOMS系统为代表的分仓操作系统也并非一无所知，但在股市不断上扬、IPO不断增加、市场舆论对于牛市前景一片看好的大环境下，监管部门对场外配资这一灰色地带保持了长期的默许态度。例如，2015年4月上证综指攀上4000点之后，市场对股市的快速上扬一度出现疑虑情绪，4月21日人民网刊文《4000点才是A股牛市的开端》，该文被广泛转载，并被多数舆论解释为高层为股市上扬背书，股市随后继续上扬，并在4月27日突破4500点。4月28日，监管部门网站公布11条《投资者风险警示词条》，其中明确提到“配资有风险”。这说明监管部门对于场外配资的存在心知肚明，但可能是慑于当时狂热的市场氛围，避免与主流舆论唱反调，监管部门只是对配资简略一提，并未立即对其违法违规问题进行清理整顿。

专栏1.7 HOMS系统与互联网金融监管

HOMS系统是恒生网络技术服务有限责任公司开发的一款投资管理软件系统，主要功能是可以将一个证券账户下的资金分配成若干独立的小单元进行单独的交易和核算，业内将其形象地称为伞形分仓。

HOMS系统最初的设计目的主要是便利公募和私募基金对交易团队各成员进行分仓管理、交易风控和业绩考核。基金管理人在母账户上可以划分出任意数量的子账户，并对每一子账户给予一定的资金，由不同的操盘手直接操作，而子账户的操作必须通过母账户端口，并且得到认可后，才能发往母账户连接的券商进行真实的交易。母账户管理员可以随时终止子账户操作，也可直接参与子账户买卖，而子账户操盘手看不到其他子账户的操作，也无法干预母账户任何操作。

举例而言，一家基金管理资产100亿元，利用HOMS系统可以将其划分为20份（或者更多），同时交由20位交易员进行资产配置，基金管理人通过母账户可以直接了解每位交易员的买入、卖出操作细

节，并可以通过设置子账户交易权限严格约束每个交易员的投资方向、持仓规模、交易频率等，从而使得基金管理人可以非常方便地对交易员进行业绩评估和风险控制。

采用HOMS系统的信托公司和配资公司在券商开设证券投资母账户之后，将HOMS系统接入证券公司交易系统，然后就可以在母账户下为杠杆投资者分配子账户，并为其提供融资。投资者在子账户内进行交易，但这些账户均为匿名账户。

表面上看，HOMS系统在配资公司和信托公司中的应用与公募和私募基金对其的使用并无区别，但实际上二者差异极大。基金利用HOMS系统是为了方便资产管理和业绩考核，每个分仓账户管理的资产均为基金自身的资产。而伞形信托和配资公司则利用HOMS系统为个人投资者提供融资，且每个投资者在分仓账户内的操作均是匿名的个人行为，在HOMS系统中开户并不需要身份证明，交易记录也不会被保存，投资者随时可以开户、销户，这彻底脱离了证监会的监管，使得信托公司和配资公司实际上具备了开立证券交易账户、接受证券交易委托、查询证券交易信息、进行证券和资金的交易结算、清算等功能，打破了券商和中登公司对证券投资账户开户权限的垄断权力。

HOMS并非唯一具有分仓功能的证券投资管理系统，铭创公司、同花顺公司均开发有类似功能的系统。2015年9月2日，证监会发布公告，以违反《证券法》第一百二十二条规定，构成《证券法》第一百九十七条所述非法经营证券业务为由，对恒生公司、铭创公司、同花顺公司罚金4.53亿元，并没收违法所得1.48亿元。

但值得指出的是，虽然恒生公司等为各类配资公司提供服务的系统供应商受到了处罚，但是在配资业务中居于主动地位的各类互联网公司如何监管仍是个难题，在这方面既无明确的监管机构承担监管责任，也无明确的法律对其加以规范。各类场外配资公司的大量涌现并非秘密，其长期经营在一定程度上受到了监管部门的默许，这与缺乏明确的监督机制不无关系。在配资公司未受到明确约束的前提下，作

为系统供应商，恒生公司、铭创公司在利益的驱使下难免存在向投资者推广产品的行为。

实际上对互联网金融的监管问题早就引起过监管部门的注意，但对其立法进行规范的工作较为滞后，这是导致此轮股市异动中互联网P2P平台场外配资快速发展的重要原因。2011年8月23日银监会曾发布《关于人人贷（P2P）有关风险提示的通知》，其中对人人贷为代表的互联网公司可能引发的不良后果已有警觉，并且明确指出“国内相关立法尚不完备，对其监管的职责界限不清”。此后银监会和人民银行陆续对互联网金融给出过各类政策性指导，如中国人民银行在《中国金融稳定报告(2014)》中指出互联网金融监管应遵循五大原则；2014年8月银监会对P2P行业监管提出五大底线：明定位、不碰钱、有门槛、重透明、强自律；同在2014年8月，银监会业务创新监管协作部副主任李志磊在“2014年21世纪资产管理年会”上明确提出P2P业务六点原则。但直到2015年，监管部门对互联网金融的发展只有各类指导意见，并未有任何正式法律法规出台。

直至2015年7月18日，中国人民银行、银监会、公安部等10部委联合印发了《关于促进互联网金融健康发展的指导意见》（以下简称《指导意见》），这是针对整个互联网金融行业的顶层制度设计，也是我国首次就互联网金融出台全面的政策措施，第一次明确了互联网金融的边界。《指导意见》出台后各部委仍需一定时间制定相应实施细则，在此过程中，互联网金融平台频繁爆发兑付危机，e租宝、大大集团等知名互联网金融平台因涉嫌犯罪而接受警方调查，大量投资人血本无归，社会影响极为恶劣。

2016年4月，国务院决定在全国进行一场为期一年的互联网金融专项整治行动，4月14日央行出台《互联网金融风险专项整治工作实施方案》，由央行牵头成立的专项整治领导小组制定了具体的时间表，整治工作将具体分为三个时间段：第一个阶段从4月起至7月底，各省级政府制定本行政区域内清理整顿方案，同时各部门、各地区分

别对各自区域开展清查。第二个阶段从8月至11月底，将实施清理整顿，同时工作小组和各地区分别组织自查。第三个阶段从12月底到2017年3月进行验收，形成报告并由央行会同有关部门完成总体报告，并形成互联网金融监管长效机制建议。

总体来看，对互联网金融的监管任重道远，但监管部门已充分意识到风险并着手立法的同时协调监管力量防范其野蛮生长。长远来看，随着对互联网金融监管的强化与规范，有助于推动行业净化，引导互联网金融健康有序地发展，实现互联网金融与传统金融的优势互补。

（韩会师）

三、监管部门专业性有待提高

（一）监管“父爱主义”情结较重

以A股散户为主的市场结构特点导致股市波动很容易引起巨大的投资者情绪波动，这不仅体现在股票投资中的羊群效应，还体现在股民情绪很容易从股票市场扩散到社会舆论乃至社会治安层面。“股市上涨，皆大欢喜；股市下跌，指责证监会”的情景反复上演，这也在客观上给监管当局施加了强大的外部压力，一旦监管当局在股市剧烈波动中没有积极作为，便很容易招致巨大的社会舆论压力。而历史上监管当局多次在股市大幅波动中积极释放政策利好的做法，也令市场养成了“政府需要为股市波动负责”的惯性思维。这使得监管部门的角色定位在民众意识形态中逐渐扭曲，由市场合法运转的裁判员，理应置身市场正常波动之外的独立第三方，逐渐变成了对股指涨跌负有重要责任的“大家长”。虽然监管部门从未承认，但在监管实践中，监管当局乐见股市上涨，对股市波动容忍度低是不争的事实，这种“父爱主义”在本轮股市异动中的

突出表现则是监管部门的救市举措出手过早。

2015年7月初，监管当局在上证综指跌至4000点附近时即着手救市事宜，并迅速组织了21家券商的1200亿元自有资金托市，同时IPO亦被暂停。在救市效果不佳之后，又很快出台限制减持、上市公司“五选一”送利好等措施。无疑，监管部门是希望尽快止住市场的下跌步伐，但这却在客观上与股市泡沫的调整需求相矛盾。在杠杆资金连锁爆仓的巨大冲击之下，诸多救市措施显得势单力薄，政府积极出手却并未力挽狂澜的残酷现实令普通投资者对政府调控市场的能力产生了巨大的怀疑情绪，这使得由散户主导的市场更为脆弱。与股市下跌相比，政府信誉在此轮股市异动中的受损更加值得关注。

专栏1.8 该不该救市

课题组借课题中期评审机会对参会嘉宾进行了问卷调查，调查对象广泛覆盖了证券、银行、保险、政府、高校等各领域的研究、投资和管理人员，共收回有效问卷67份。

针对“本轮股灾爆发后各类救市措施难以有效发挥作用的主要原因？（多项选择）”，70%的被调查对象选择了“A股估值过高、投资者缺乏信心”；61%的被调查对象选择了“杠杆资金连锁爆仓规模太大”；只有3%的被调查对象认为“证金公司缺乏足够救市资金”是主要原因。

很明显，绝大部分被调查对象认为A股的暴跌难以避免，各类救市措施由于难以解决估值泡沫和杠杆资金连锁爆仓问题，所以难以抑制股市下跌。按照这一逻辑推演，监管当局在3500点上方积极救市并非理性行为，等到估值回落至合理区间，高杠杆的非法配资仓位基本出清之后再入市稳定市场情绪，可能会起到事半功倍的效果。而问卷调查结果也反映了这一点。

针对“您认为上证综指跌至哪个点位是政府救市相对较好的时机？”，31%的被调查对象选择“2500~3000点”，占比最高；选择“3500点以上”的被调查者只占14%；值得指出的是，29%的被调查者认为“政府不该救市”。

根据问卷调查结果，课题组认为，多数人并不反对政府救市，但普遍对救市的时机持有异议，认为过早救市不仅无助于市场估值向合理区间回归，增大了政府的救市成本。

（韩会师）

（二）对股市高杠杆的风险认识不足

在监管部门和行业协会全面封杀“能够开展证券经济业务的证券公司外部接入信息系统”之际，监管部门对非法进行证券经纪业务的场外配资、伞形信托等各类杠杆资金的市场存量并无准确的统计数据。伞形信托尚可根据股票投资类信托市场总规模进行估算，但场外配资则彻底游离于监管视野之外，其资金来源复杂，配资公司自有资金、民间融资、银行贷款、银行理财资金、信托资金等均可构成场外配资的资金来源。不但自有资金和民间融资的规模难以估算，商业银行和信托机构也不可能向监管机构准确汇报其贷款、理财以及信托资金在场外配资市场的参与规模，这导致监管部门在封杀场外配资的时候无法准确估算其总体市场规模，对其集中平仓可能导致的后果准备不足。时至今日，对于场外配资的总体规模仍无权威数据，主流媒体采用的数据1万亿~1.5万亿元实际上也只是猜测的结果，实际规模可能远大于此。

大量杠杆资金参与推动的股市上扬具有内生的不稳定性，小幅度的市场波动就可能导致大规模的杠杆投资者遭遇强平。在杠杆资金总量较小的情况下，尚可将其一举取缔，一旦其形成规模，过快去杠杆必然导

致强大的市场下行压力。本轮股市暴跌恰恰起始于监管部门宣布全面取缔非法场外配资。从严肃法纪的角度出发，监管部门的行为并无过错，但过狠过快的取缔行动却在客观上造成了巨大的市场抛售压力，而这恰恰是监管部门未能充分认识的风险。

在股市暴跌之初，监管部门认为这是市场的正常调整。新闻发言人在6月26日表示，“这是市场前期过快上涨的调整，也是市场运行自身规律的结果，市场虽在短期内出现大回调，但流动性相对宽裕、经济企稳以及大众创业、万众创新等因素有利于激发市场，同时经济向好趋势没有改变”。此时上证综指已经跌至4192.87点，较6月12日5166.35点的收盘价下跌约18.8%。很明显，监管部门在股市暴跌初期过于乐观，其监管思路与市场高杠杆运行的实际明显脱节。配资公司、信托公司和券商对杠杆客户的强平类似期货投资中保证金不足后交易所对投资者的强行平仓，是否强平主要取决于客户能否及时补交足够的保证金，与客户个人的资金实力有关，与整个市场的流动性是否充裕、宏观经济是否企稳在本质上并无联系。在证券公司断掉HOMS等场外配资交易系统的接入端口的压力下，杠杆投资者只能平仓，或在股价快速下跌中被强行平仓。这种集中抛售导致的跌停压力会刺激普通非杠杆投资者的恐慌情绪，导致杠杆与非杠杆资金的共同抛售，此时股市的下跌与宏观经济和流动性也基本没有相关性。

当然，课题组并非认为监管部门应该更早出手救市，而是认为他们并未清晰认识到股市暴跌的主要原因。在原因不明的情况下，即使更早出手救市，在严查配资的背景下，也无法解决杠杆资金集中清仓出逃的问题，也就无力扭转股市的下行趋势。此外，在杠杆资金集中出逃的初期，如果筹集大量资金托市，其结果只能是帮助杠杆资金高位出逃，并且由于当时股价较高，需要耗费更多的现金，使得国家成为杠杆投资者的高位“接盘侠”。

对于股市客观存在的高杠杆现象，如果监管部门一定要通过取缔非

法场外配资的方式降低杠杆倍数，那么更为合理的政策选择应是分步清理场外配资。第一步，严格管理外部信息系统接入证券公司，从而禁止新的场外配资进入市场；第二步，对已经接入证券公司的外部信息系统，要求各证券公司提供使用者的详细信息，全面了解各类场外配资机构的杠杆比率、入市资金规模等关键数据，做到心中有数；第三步，在掌握场外配资关键数据的基础上，禁止各类配资公司新增规模，并要求其在规定的时间内降低杠杆倍数；第四步，要求场外配资公司在规定的时间内分阶段地收缩规模，为避免诱发集体抛售，规定的时间期限不宜过短，至少应给予场外配资3个月左右的退出时间。完成上述4个步骤，至少需要4~6个月的时间，通过分步清理场外非法配资，虽然可能仍然无法避免股市的下跌，但可以令市场逐渐消化存量风险，避免疾风暴雨式的去杠杆诱发难以控制的市场恐慌。

（三）对交易规则的修改值得商榷

本次股市异动发生后，监管当局采取了一系列措施试图尽快稳定市场，包括暂停IPO、严查恶意做空、上市公司“五选一”送利好等。面对不断下跌的大盘，监管部门试图稳定市场情绪本身无可厚非，在现货市场采取某些临时性手段在A股历史上也属司空见惯，但面对部分市场舆论将股市下跌归咎于股指期货的质疑，全面修改股指期货交易规则却值得商榷。从2015年7月初开始，中金所连续颁布新规，对股指期货交易规则进行了大幅度修改，几乎涉及交易手续费、开仓规模、保证金比例等股指期货交易的所有核心内容（见表1.4）。

表1.4 中金所对股指期货监管措施的主要调整

颁布日期	内容
2015. 7. 8	自2015年7月8日（星期三）结算时起，将中证500股指期货各合约的卖出持仓交易保证金，由合约价值的10%提高到20%（套期保值持仓除外）；自2015年7月9日（星期四）结算时起，中证500股指期货各合约的卖出持仓交易保证金进一步提高到合约价值的30%（套期保值持仓除外）
2015. 7. 31	自2015年8月3日起，调整股指期货手续费标准。具体调整如下：手续费包括交易手续费和申报费两部分，交易手续费标准调整为成交金额的万分之零点二三；申报费根据客户沪深300、上证50和中证500股指期货各合约的申报数量收取，每笔申报费为一元
2015. 8. 25	自2015年8月26日（星期三）起，沪深300、上证50、中证500股指期货各合约平今仓交易手续费标准调整为成交金额的万分之一点一五
2015. 8. 25	1. 自2015年8月26日（星期三）结算时起，沪深300和上证50股指期货各合约的非套期保值持仓的交易保证金，由目前合约价值的10%提高到12%，中证500股指期货各合约的非套期保值持仓的买入持仓交易保证金，由目前合约价值的10%提高到12% 2. 自2015年8月27日（星期四）结算时起，沪深300和上证50股指期货各合约的非套期保值持仓的交易保证金进一步提高到合约价值的15%，中证500股指期货各合约的非套期保值持仓的买入持仓交易保证金进一步提高到15% 3. 自2015年8月28日（星期五）结算时起，沪深300和上证50股指期货各合约的非套期保值持仓的交易保证金再进一步提高到合约价值的20%，中证500股指期货各合约的非套期保值持仓的买入持仓交易保证金再进一步提高到20%

颁布日期	内容
2015. 8. 25	1. 客户在沪深 300、上证 50、中证 500 单个股指期货产品、单日开仓交易量超过 600 手的，构成“日内开仓交易量较大”的异常交易行为。日内开仓交易量是指客户单日在单产品所有合约上的买开仓数量与卖开仓数量之和。套期保值交易的开仓数量不受此限 2. 客户单日在某一合约上的自成交次数达到或者超过 5 次的，构成“以自己为交易对象，大量或者多次进行自买自卖”的异常交易行为。套期保值交易的自成交次数不受此限 3. 客户单日在某一合约上的撤单次数达到或者超过 400 次的，构成“日内撤单次数过多”的异常交易行为。套期保值交易的撤单数量不受此限 4. 客户单日在某一合约上的撤单次数超过 100 次（含），且单笔撤单量达到或者超过交易所规定的限价指令每次最大下单数量 80% 的，构成“大量或者多次申报并撤销申报”的异常交易行为。套期保值交易的撤单数量不受此限 5. 客户单日在单产品多个合约上因自成交、频繁报撤单、大额报撤单达到交易所处理标准的，按照一次认定 6. 客户出现上述异常交易行为，交易所可对其采取限制开仓的监管措施，限制开仓的时间原则上不低于 1 个月
2015. 8. 28	自 2015 年 8 月 31 日（星期一）结算时起，沪深 300 和上证 50 股指期货各合约的非套期保值持仓的交易保证金，由目前合约价值的 20% 提高到 30%，中证 500 股指期货各合约的非套期保值持仓的买入持仓交易保证金，由目前合约价值的 20% 提高到 30%
2015. 9. 2	自 2015 年 9 月 7 日（星期一）起，沪深 300、上证 50、中证 500 股指期货各合约平今仓交易手续费标准调整为成交金额的万分之二十三
2015. 9. 2	自 2015 年 9 月 7 日（星期一）结算时起，沪深 300、上证 50、中证 500 股指期货各合约的非套期保值持仓的交易保证金标准，由目前合约价值的 30% 提高到 40%；沪深 300、上证 50、中证 500 股指期货各合约的套期保值持仓的交易保证金标准，由目前合约价值的 10% 提高到 20%
2015. 9. 2	自 2015 年 9 月 7 日起，沪深 300、上证 50、中证 500 股指期货客户在单个产品、单日开仓交易量超过 10 手的构成“日内开仓交易量较大”的异常交易行为。日内开仓交易量是指客户单日在单个产品所有合约上的买开仓数量与卖开仓数量之和。套期保值交易的开仓数量不受此限制

资料来源：课题组根据公开资料整理

不可否认，股指期货的下跌对现货市场有负面影响。教科书上一般

将期货市场看作现货价格的发现者，期货价格对现货价格有引导作用是被普遍接受的经济观念。对股指期货交易规则的修改目的是限制股期货做空，降低股指期货下跌对现货市场的负面影响，但股指期货交易受限制并不能完全避免现货市场的下跌，在某些情况下还会加剧现货市场的下跌，甚至会将影响扩散至其他市场。股指期货市场规则的修改至少有三点负面效应：

一是由于投机类交易的减少，持有现货的投资者通过做空股指期货进行套期保值的成本增加。期货交易多空双方必然是一对一的对应关系，持有现货的投资者若借助做空股指期货进行套期保值，客观上需要期货市场的多头接单才能达成交易。但随着期货市场投机交易开仓受到巨大约束，客观上减少了期货多头的数量，这很容易导致期货价格进一步下跌，从而加大套期保值者的成本。

二是对期货市场交易规则的大幅度修改容易将规则修改预期传递到现货市场。现货市场投资者一旦预期监管部门将以行政手段限制做空，如果此时投资者对股市的悲观预期并未消除，其理性选择必然是尽可能地出清手中的现货股票，以在规则修改之前离场，而这必然会加大现货市场的抛售压力。

三是股指期货做空受限后套期保值压力可能会向其他市场转移。由于利用股指期货市场进行套保的成本提高，投资者可能会转向其他市场寻求保护，如通过做空商品期货进行间接套保。在理论上，股市暴跌不利于社会融资与经济增长，对商品价格亦是利空，做空商品期货可以对股票现货持仓起到一定的保护作用。2015年7月限制股指期货做空之后，商品期货大范围暴跌，其部分原因可能就在于现货多头到商品市场寻求风险对冲。而商品期货大范围暴跌则会通过商品价格的变化迅速传导至实体经济领域，不利于宏观经济的稳健运行。

直至2016年5月，限制期货市场做空是否对A股现货市场起到足够的积极作用仍有很大争议。课题组借课题中期评审机会进行的问卷调查

中，针对“您如何看待股指期货在本轮股市异动中的作用”的提问，65%的被调查对象表示“股指期货本身是中性的，不应将股灾归罪于期货市场做空”，31%的被调查对象表示“股指期货做空加剧了股市波动，但不是主要原因”。从调查结果看，绝大部分被调查对象倾向于将股指期货看作一项中性的风险管理工具，反对将股市下跌归咎于股指期货做空。而纵观限制股指期货市场做空规定出台后的市场运行实况，除了导致期货市场急剧萎缩以外，其对A股现货市场的利好似乎影响有限。2015年7月和8月是股指期货交易规则修改的密集期，但A股现货市场在本轮股市异动中的第二波暴跌就发生于8月中下旬，与8月股指期货交易规则的修改几乎是同步发生的。A股2016年1月爆发的第三波下跌似乎也说明，虽然期货市场做空受到极大的抑制，但是并未消除市场内生的调整动力。

课题组认为，监管部门大举修改股指期货交易规则的原因之一在于面对新兴的交易工具，监管部门缺乏足够的相应人才储备和经验，也并无风险预案，当部分舆论将股市下跌的罪责推给股指期货之后，监管部门试图通过减少做空手段的方式抑制股市下跌，却在无意中加大了现货市场的套期保值成本，因此并未取得理想的效果。

从长期看，交易规则修改的随意性对A股市场的长期伤害可能远大于期货市场做空本身，市场投资者可能形成“交易规则修改恐惧”，未来一旦市场遭遇较大的冲击，投资者可能因为担心交易规则会被再次修改而提前集中出逃，致使小风险也可能演变为整个市场的踩踏行情。重新树立规则的严肃性与权威性是A股市场未来健康成长的关键。

（四）对股市下跌缺乏风险预案

在没有外力提供支撑的情况下，杠杆资金平仓引发的恐慌很难自动停止，除非杠杆资金彻底离场，市场强平力量彻底消失，或者是提供资金出借业务的各类配资公司、信托公司、券商等机构放弃强平，持股待

售。但后一种情况很难发生。在不清楚市场何时能够恢复，也无法预测其他融资机构是否会主动中止强平的情况下，融资机构会陷入囚徒困境。此时，虽然对所有融资机构的最佳选择是集体中止强平，消除市场恐慌，但从利己的角度出发，多数融资机构会选择提前平仓离场。这是2015年6月15日至7月8日的第一波下跌浪潮中，上证综指在短短的17个交易日累计跌幅高达32%的重要原因。若无外来资金入市稳定市场，指数将向杠杆资金出清的点位迅速迈进。

当监管部门意识到必须依赖大量资金入市才能稳定股市时，才发现自己非常缺乏“弹药”。7月4日，中国证券业协会发布公告，21家证券公司决定共同出资1200亿元投资蓝筹股ETF。但面对系统性风险，1200亿元券商资金明显杯水车薪。虽然股市暴跌后成交量大幅萎缩，但7月上旬日均成交量仍约有1.2万亿元，1200亿元的资金规模仅占一日成交量的1/10，根本不足以稳定市场，反而刺激了大量散户逢高抛售，造成股指进一步下跌。直到7月9日公安部门进驻监管部门时，监管部门仍未筹集到足够的托市资金，对于市场最为关注的救市资金规模也没有给出正面的答复。

证金公司救市的具体做法体现出较强的病急乱投医特征，突出表现为借助股市利益相关方充当救市操盘手。据报道，证金公司向多家证券公司借调投资经理和交易员负责具体的救市交易；证金公司在二级市场与多家券商的自营团队构成“国家队”的救市组合。而券商在股市下跌之前绝大多数都重仓持有现货股票，并在股市暴跌中损失惨重。这导致国家队救市具有严重的“救指数”倾向，因为拉高指数有利于券商自身解套。此外，由于本轮股市异动中股市下跌迅速，大量机构与个人投资者均未能成功逃顶。作为救市国家队的主力，券商掌握第一手的救市信息和国家队资金流向数据，一方面自身面临巨大的利益诱惑，另一方面与券商关系密切的利益相关方也难免向其抛出橄榄枝，致使救市机密信息泄露风险增大。国内某大券商因涉嫌内幕交易导致大量高管被调查的结果也最终证明，以利益相关方作为救市主力存在巨大的风险隐患。

更严重的是，国家队救市对普通散户有一定的鼓励作用，部分散户跟随国家队入市，但机构一旦解套出逃，跟随国家队入市的散户则成了解套出逃机构的接盘者。这一方面导致国家队的入市难以起到拉升股指的作用，另一方面则进一步打击了散户的投资热情，并严重影响了普通民众对政府掌控市场能力的信心。

四、上市公司监管不到位

目前上市公司的监管主要是针对信息披露，缺乏对市场操作的监管。特别是近年来市场操纵行为表现出了全新的特点，隐蔽性强、涉及主体广泛，对市场秩序危害极大。以“市值管理”为名义，联合投资者和分析师进行勾兑，编题材讲故事炒作股价现象普遍。这导致以中小创业股为首的股票价格暴涨，这是导致本次中国股市泡沫化的重要原因之一。

新型市场操纵行为是在市场快速发展后出现的“新生事物”，其中一些行为在现行的法律框架内难以找到明确的法律依据，加剧了此类市场操作行为的程度。上述行为的主要获利方式是，“董监高”通过“市值管理”抬高股价，吸引投资者接盘，然后“董监高”减持股票，获利了结。“董监高”获利离不开减持股票，因而市场操纵与“董监高”违规减持密切相关。上市公司的“董监高”减持行为容易受不良动机驱动，导致“合法不合理”的制度套利空间。主要表现有两种：

第一，违规减持处罚不力。监管部门和证交所关于“董监高”违规减持的惩处条例十分欠缺，且执法常年不到位，仅限于公开谴责、责令整改、通报等，最严重的违规行为受到的处罚只是以10万元为上限而罚款。而美国对于违反《证券法》、纽交所规章等相关法规的“董监高”减持行为采取罚款以达成司法和解、罚款并判刑等不同程度的惩处措施，并设定了信息披露型证券犯罪等罪名，若“董监高”违规减持构成该项犯

罪，将面临罚金刑、自由刑等不同程度的刑罚。

第二，信息披露要求与节奏限制不足。国内对“董监高”减持的信息披露提出了严格要求，对减持节奏也有所限定，但对不符合信息披露要求的减持行为并未做出相应的惩处规定。美国不仅强调“董监高”减持的信息披露义务，不符合规定的减持行为还可能构成信息披露型证券犯罪，中国香港也对“董监高”包括减持在内的权益变动情况提出了详细的信息披露要求。

当然，我们也要认识到“董监高”减持并非有害无利。主要正作用有两方面：一是“董监高”减持是一种有效的现货做空机制，在股市泡沫中，“董监高”的减持行为有助于为股市降温；二是“董监高”出于扩大生产经营规模、产业整合与并购、丰富股权结构等公司长远发展战略需求，为筹集资金而采取减持措施，无疑有利于提升公司业绩、避免遭遇经营危机、提高内部管理效率、增加股份流动性等。

因此，对于“董监高”减持不应当持全盘否定的态度，而是应当对减持行为进行规范，减少“董监高”利用信息不对称减持股票对中小投资者的损害，尤其应当严厉打击“操纵股价+违规减持”的制度套利行为。

---

1. 李剑阁. 警惕股市监管套利[J]. 资本市场，2015(7).
2. 巴曙松. 从近期股市动荡看中国金融监管体制改革[N].第一财经日报，2015-09-10.
3. 王涵，贾潇君，王轶君，等. 杠杆阳光化:台湾股灾之镜鉴[J]. 金融市场研究，2015(7).

第五节
结语

“这次的确不一样。”在快速加杠杆中暴涨，又在快速去杠杆中暴跌，是本轮股市异动最为鲜明的特点，也是A股历史上首次出现的情况。但剥去杠杆这一层面纱，流动性泛滥催生的投机狂热、市场舆论的“故事”大赛、散户主导的羊群效应、监管机构的独立性不足、交易机制的内生缺陷等每轮股市异动中都必然粉墨登场的老角色无一缺席。

“规律只会迟到但绝不会缺席。”中国股市出现这种暴涨暴跌的异常波动，流动性过剩、杠杆失控、舆论误导、过度投机、监管失误等诸多因素导致2014年7月之后股市上涨严重脱离经济面是根本原因。清查非法场外配资引发股市下跌后，杠杆资金连锁爆仓，相关部门协调不力，救市过程进退失据，部分机构投资者借势大举做空等因素导致市场信心崩溃又加剧了市场的下行压力。

杠杆资金只是加速了股市异动的到来，但并非是股市异动的根本原因，这是一场A股难以躲避的劫难。监管部门在上证综指5100点的高位清查非法场外配资虽然引发了市场的暴跌，但若任由杠杆水平攀升，A股在更高点位下跌必将导致更为严重的后果。监管部门错在出手过急且准备不足，并非错在出手本身。痛定思痛，抓紧完善证券市场基础设施，全面强化监管独立性，严厉打击违法违规是A股市场长期稳健发展的基石。

第二章
检讨股市救市措施之得失

在本次股市异动过程中，中国政府对股市采取了一系列救市措施，以避免触发系统性金融风险。对于股市下跌应不应该救，以及怎么救，存在诸多争议。课题组在总结美国、中国香港、中国台湾和日本救市政策的基础上，对中国救市的做法进行了分析，并给出了相关的政策建议。

第一节
股市救市的海外经验

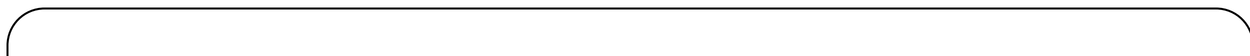
一、美国的救市经验

资本市场最为发达的美国，也多次出现过金融危机，因此其救市经验极为丰富和宝贵。在1929年股灾中，政府不作为导致整个经济陷入金融海啸，并引发了大萧条。其后，美国政策当局1987年、2000年的救市政策则越来越趋于成熟。

（一）两种思路破解“流动性螺旋”

“流动性螺旋”在股灾中极易出现，即股市流动性匮乏与股市下跌互相促进形成循环。为防范“流动性螺旋”的出现，有两种思路，第一种思路是斩断流动性风险从股票市场向其他资产的传导，主要包括非常规的流动性提供、外汇市场干预等方式；第二种思路则是直接挽救股票市场的流动性，主要是解决买盘寥寥和卖盘堆积的状况，及时完成市场匹配和成交，如限制做空、给做市商提供流动性、政府成立基金购买、央行等政策当局喊话、阻断程序化交易等。

前一种方式是中长期的修复措施，优点在于实现金融风险隔离，但缺陷在于实际上股市的“流动性螺旋”可能已形成，市场恐慌或将持续波及，隔断的成本可能较高；后一种方式是短期内的修复措施，优点在于从根本上缓解流动性螺旋，缺陷在于可能过度干预市场、诱发市场托底预期和激励更大泡沫的形成。



专栏2.1 流动性螺旋

股市价格波动如与其他的市场形成共振，尤其是当融资流动性与股票市场流动性关切度很高的时期，非常容易通过触发“流动性螺旋”的机制影响整个金融稳定和经济增长。李稻葵等人研究认为，总量失度、结构失衡、情绪失控等因素是资产价格波动导致“流动性螺旋”产生的重要原因。

1.融资流动性与市场流动性的关系

融资流动性与市场流动性的关系，实际上是从负债方面来理解的“流动性螺旋”，即市场流动性的衰竭造成的融资难度大大增大的状况。IMF（国际货币基金组织）在2008年4月的金融稳定报告中指出，流动性可以从市场流动性和融资流动性两个角度来考察，这二者之间有密切的关联，这种关联现实地表现为流动性的“自我强化”。

弗兰克等（Frank et al.)运用实证方法考察资产支持商业票据市场融资流动性、银行融资流动性与债券市场流动性之间的冲击传导过程，以资产支持商业票据市场收益率与3个月美国国债收益率的价差以及美元伦敦银行间拆借利率与隔夜指数呼唤的价差作为衡量融资流动性的两个指标，并以两年期国债新券和旧券价差作为度量债券市场流动性的指标，得到的实证结果表明融资流动性与债券流动性的相关性在危机爆发后出现显著的上升，证实了两个市场“流动性螺旋”的假设。

阿米胡德等人（Amihud et al.)构建了非流动性指标LIQ用以衡量资本市场的流动性水平，其值越大，则表明流动性水平越差。其计算公式如下：

$$LIQt = | rt | / VOLDt$$

其中，rt为股票指数第t期的对数收益率，VOLDt则代表股票指数第t期的成交量。

黄等人（Huang et al.)认为Hibor是港元流动性的一种度量。In等利用3个月LIBOR的国债利率作为流动性指标的测度方式。以TED=3个月美元伦敦银行间拆借利率-3个月期美国国债利率衡量融资流动性。以这种方法来计算我国的股票市场，在股灾过后、救市之前，市场流动性出现了紧张的状况。

2.做空、资本市场“共振”与“流动性螺旋”的关系

课题组认为，在资本市场大幅下跌的过程中，做空机制的存在使得以反向操作、程序化做空方式获利的将始终存在。做空机制的存在使得资本市场的共振效应加剧，在资产大幅缩水、变现难度不断增大的状况下，类似“挤兑”的“流动性螺旋”也会发生。如流动性除股市外的其他市场本身是否存在泡沫、市场之间的隔离程度、市场之间投资者的重合程度、各市场做空机制的存在与否等因素，都对资本市场之间的“共振”有重要的影响。从流动性角度考虑，以变现能力计，则除现金外，固定收益类产品属于流动性最优资产，股票、大宗商品等流动性则次于债券。“流动性螺旋”最严重的情况应当出现在流动性最为优越的债券市场不限门槛做空的状况下。

以香港1997年金融危机为例，在金融危机中，投机者在股市、外汇市场、期货市场等多个市场进行做空交易，导致香港地区全面的金融危机爆发和经济衰退。究其原因，与多市场的信用做空交易的开放和风险防控机制的不健全有关。事实上，只要做空者有海量的资金，那么即使停牌制度与熔断制度合理，“流动性螺旋”依然会产生。

（方岑、黄杨荔）

在美国1987年股灾中，股市流动性的问题成为最为本质的问题。由于计算机系统信息延迟，所以报单未能及时成交加剧了市场的恐慌。而程序交易则加剧了这种恶性循环。在1987年股灾中，美联储所采用的主要是第一种思路，即向市场注入流动性、斩断不同资产之间的相关性、

防范“流动性螺旋”的传染。例如，第一，为履行作为中央银行的职责，美联储声明已经准备好为支撑经济和金融体系提供流动性；第二，与各主要国家协调汇率政策、暂停芝加哥商品期货交易所的交易等；第三，购买政府债券并降低利率等。

美国在2000年股灾中，针对股市的救市措施较少，主要的措施也是第一种，即宽松货币政策和宽松财政政策，并没有相对的流动性救助政策。主要原因可能是，纳斯达克股灾本身对道琼斯、标准普尔等指数的流动性传染有限，纳斯达克股灾的爆发并未改变对投资者主板股市的盈利预期，所以没有从整体上挽救流动性风险的必要。

（二）宏观调控中大概率宽松

在历次的股灾之后，货币政策是使用频率最高的应对方式，基本在每次股灾中及股灾后的一段周期内，基本都会采取宽松型的货币政策。而以减费降税、增持股票方式为主体的财政宽松也是重要的方法。预防股灾通过投资机制导致上市公司的投资缩减、通过负面财富效应带来消费下滑，从而影响实体经济，是推出这种政策的重要考虑。在1987年11月4日、1988年1月28日、2月11日，美国累计降息80bp（基点）；2000年纳斯达克股灾过后，美国进入了一个降息周期，从2001年初到2003年中降息13次共550bp。

（三）监管政策的调整

在股灾之后，美国政府的常见调整就是完善原有监管体制的不足，从而促进市场的健康发展。1929~1933年大萧条中，美国推出了《格拉斯-斯蒂格尔法案》，确定了分业监管的原则；1987年股灾过后，在1988年，美国推出了熔断机制。

（四）救市政策的退出路径：从紧急流动性到长

期流动性再到利率

救市政策中，需要退出的是前两类，即流动性提供与宏观调控中的宽松政策。流动性提供政策的退出较快，以支持公司股价、避免大公司被恐慌性抛售为主体的政策退出条件一般是企业盈利企稳回升，在美国货币政策调控以利率为中介目标的状况下，长期流动性宽松的政策需要等待经济企稳反弹才会退出。

1929年的股灾中，美国当局并未救市，从而并无退出方式之议。1987年股灾中，美联储也推出了一系列的救市措施，而退出主要也指的是货币政策取向的改变即联邦基金利率从下调到上调，持续大约5个月。

（五）救市的经验总结

美国在历次救市中，主要采用市场化手段打破“流动性螺旋”，特别是以货币政策为主，财政政策为辅，政府较少直接入市或者进行行政干预。美国在救市中往往推崇通过宽松的货币政策释放流动性，切断“流动性螺旋”的传导路径，从而使股灾不至于酿成系统性金融风险。一般来说，股灾发生后，美联储会进入降息周期，有时美国政府也会辅以财政政策。

同时，基于股灾暴露出的问题，美国有针对性地完善了监管框架。因此，历次金融危机也是美国完善金融监管的契机。

二、中国香港地区1997年股灾及救市历程

1997年亚洲金融危机中，新兴市场国家资本市场遭遇了重创，香港市场也受到了重创。恒生指数从1997年8月开始下跌，到10月底跌幅已经高达45.2%，接近腰斩，单日最高跌幅高达13%。

（一）抬高利率、打击投机

与美国在救市中往往推崇降低基准利率的措施不同，在香港1997年的股灾中，政策当局是以抬高利率来打击投机者。当时香港地区政府（以下简称港府）所面临的状况是，海外投机者通过在本币市场拆借筹集做空资金，打压港股和汇率以及期货市场。

在做空限制较松和准入门槛过低的状况下，面对投机，港府采取了提高基准利率、抬高做空成本的方法。1997年10月22日，金管局推出加息措施，最优惠利率由8.75%抬升到9.5%，隔夜拆借利率由9%提升至300%。通过这些措施，稳定住了汇率水平，但都使担心资产价值的香港居民和海外投资者抛售港元资产，尤其是港股，以致股市继续暴跌。

（二）平准基金入市，破解“流动性螺旋”

由于投机者提前储备了大量的港元头寸，因此投机成本非常低，而港府提高利率的举动从结果上看并未带来港币汇率的企稳回升（如图2.1）。当1998年关于港股的投机再度袭来之时，港府选择了降低基准利率水平、直接入市干预的措施来挽救股市。在此次的救市中，港府总共动用了100多亿美元，消耗了约13%的外汇储备，最终海外做空势力退出，港府获得惨胜。

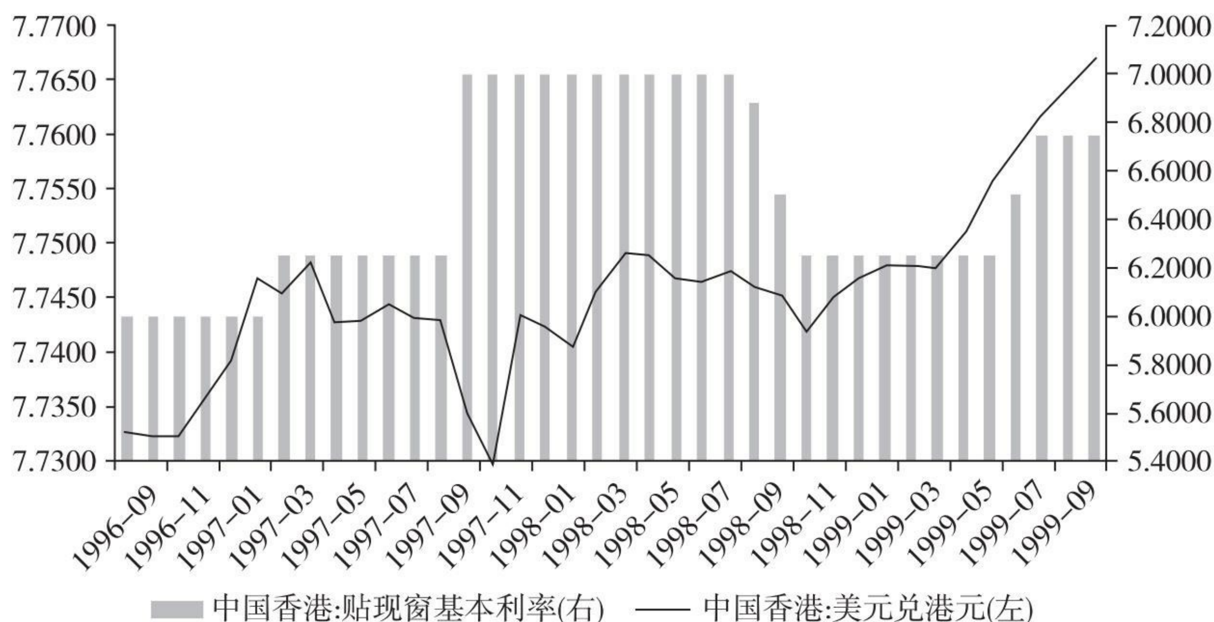


图2.1 1997年金融危机前后港元汇率与基准利率的变动关系

资料来源：Wind

（三）期货与现货结合，多方位立体围剿

在1997年股灾的后期，投机者通过期货、现货、外汇等市场多方位做空香港市场。在这样的状况下，港府的救市措施也是在这几个市场多方位进行的。在期货市场上，港府与投机者展开了多空对决。首先，1998年8月，港府低成本吸入蓝筹、抬高8月合约，同时买入8月合约卖出9月合约以增加换仓成本，索罗斯等投机者因此转战，平仓部分8月合约卖空9月合约。紧接着，港府入市追击，推升9月合约比8月合约结算价高出650个点。在基差持续拉大的状况下，投机者只能选择继续打压现货来拉动期货或者在期货市场打压政策当局的方式来博取收益。在这种局面中，港府选择以死守股市现货和继续抬高期货的方式，将所有卖单全收，从而使得投机者溃败而逃。在整体股指期货稳定之后，1998年9月7日，香港金管局颁布了外汇、证券交易和结算的新规，限制放空港元，股票和期货交割期限由14天缩短为2天，使得放空头头寸必须在2日内回补。同时提高每张期货的面额，由5万港元提高到12万港元，调降大量持仓申报限额，由500单位降低到250单位，从而极大地打击了做空

交易，填补了做空监管空白的漏洞，减少了投机。

（四）救市资金的退出安排

为妥善处理救市所购入的大量“官股”，香港特区政府于1998年10月成立了外汇基金投资公司。1999年10月，恒指成功站稳在12000点以上，有效恢复了市场信心。在此基础上，港府11月决定通过发行单位信托基金——盈富ETF指数基金（Tracker Fund）来实现救市资金的退出（当时亚洲除日本外尚未有ETF这类新产品）。盈富基金本质上是将这部分救市股票从政府手中直接且平稳地转移到广大投资者手中，同时促进市场形成稳定的预期，降低对市场的冲击。具体方式上，香港金管局成立盈富基金，委托道富环球投资管理担任经理人，采用现金IPO的方式发行，盈富基金所筹资金用于向外汇基金购入蓝筹股，购买股份比例与同期恒生指数成分股权重相当，交易价格采用定价日前三个交易日的收盘价均值，以先到先得的方式处理所有认购申请。

此后，建立“持续发售机制”，每个季度持续发行，盈富基金将所得现金向外汇基金购入一篮子股票。在实际操作过程中，金管局提供了折扣、红股等优惠措施，提高投资者认购积极性。散户认购有6%折扣，机构认购有5%~8%折扣;如持有一年可获5%红利，如连续持有两年可获12%红利，目的是希望香港市民长期持有盈富基金。1999年11月12日，盈富基金首次发行333亿港元（当时亚洲第二大基金首次发行额）。其后每季通过“持续发售机制”累计收回1316亿元，2002年10月15日完成全部认购。除去汇金基金自留价值515亿元港股作为长期投资，香港政府共获利约983亿港元，回报率超过83%，盈富基金也成为港交所最大的ETF基金。

当然，盈富基金的发售并非一帆风顺，其间曾多次跌破净值，甚至无人问津。例如，2000年互联网泡沫破灭，美国股市转入熊途，香港股市也步履蹒跚，反复走低。2001年8月，香港恒生指数大幅下挫296点，

收报11458点，为28个月来的新低，盈富基金跌破11.78港元的成本价。

专栏2.2 盈富基金的特色

一是基金名为Tracker Fund，即“指数基金”或“指数追踪基金”，追踪的指数为包含了33只香港蓝筹股的恒生指数。基金在操作过程中，通过持有与恒指各成分股对应比重的组合，确保市值与恒生指数的变动保持一致。由于持有股份都是恒生成分股，投资者因此避免了选股风险。由于考虑妥善，尊重专业，且在信息公开的情况下进行持股销售，降低了市场的不安，有助于股市的正常运作。

二是基金未采用ETF惯用的篮子股票种子基金方式发行，而采用现金IPO方式发行，IPO费用由港府承担（发行费率为3%）。

三是建立“持续发售机制”。在首次发行后，每个季度开始之前的10个营业日内，香港金管局预先发布该季度“持续发售机制”所发行的最高限额，提示该季度内盈富基金可以以现金向外汇基金购买的股票总额。投资者可以使用现金申购盈富基金份额。

四是该基金糅合了开放式基金和封闭式基金的特点，可以称作“半开放基金”。与开放式基金类似，盈富基金也可赎回，但规定赎回必须是以100万个基金单位为赎回单位，且赎回的不是现金，而是与基金组合相对应的一篮子恒指股份，低于100万个基金单位则不能赎回。与封闭式基金类似，盈富基金在香港联交所挂牌交易，持有人可以通过交易转让基金份额从而套现。

五是为鼓励申购而设计特殊的优惠政策。具体包括：免去投资者首次发行认购费（3%）；恒指基金收取管理年费约为0.75%，而盈富基金年总收费不超过总资产净值的0.1%　；首次发行时认购者享受折扣优惠，发行参考价原定为每单位13.80元，实际售价为12.88元；投资者持有每20个基金单位满一年将获一个红股单位，持有每15个基金单位满2年将再获一个红股单位；基金持有的大量恒指股份可因股份

公司分红而获得相应红利。(注)

（黄杨荔）

（五）救市的经验与教训

相比美国救市，港府救市的主要措施较为“非市场化”，主要依赖的是政府对于市场的干预。在股灾中，港府主要采用的是在现货与期货市场直接进入二级市场做多的方式来进行干预，同时辅以利率政策、汇率政策的调整。此外，港府通过修订一系列监管规则提升做空的难度和成本，也发挥了抑制投机的重要作用。

1.经验

相比美国在历次股灾中的救市举措，香港有其独到之处，对于内地的金融风险控制具有宝贵的借鉴意义。首先，在确认股市和外汇市场有投机者做空的状况下，果断采取措施。1997年香港股灾之前，其他亚洲地区的股市和外汇市场都受到了惨重的打击。在投机做空导致的股市暴跌中，政府需要果断出手，直接挽救股市流动性，才能取得最好的效果，而非从实体经济入手。其次，在资本项目开放、资本市场国际化的状况下，做空机制的限制仍非常必要，而在救市过程中也显现，拥有庞大的外汇储备是防范金融系统性风险的一个重要而有力的武器。最后，在投机做空的股市中，投机者都是通过多方位来进行打击的，只有在多个市场联合救援才能起到效果。

2.教训

港府在救市的第一轮中“顾此失彼”，为了维持汇率水平抬高利率，大大打击了股票市场，从而间接助长了股市的下跌。由于联系汇率制度的存在，使得央行必须维持汇率稳定，香港金管局不得不提高利率，而在金融危机的状况下，维持外部均衡就容易破坏内部均衡，从而影响市

场稳定。

三、中国台湾地区的救市

（一）国安基金的坎坷救市路

1997年7月，亚洲爆发金融危机，间接促使了台湾当局酝酿成立一个常态性的金融稳定机制，来确保台湾整个金融市场的稳定，维护经济安全。1999年7月，台湾当局提出设立“国家金融安定基金”（以下简称“国安基金”）的设想，2000年经台湾“立法院”通过后正式问世。台湾股市“国安基金”规模为5000亿新台币，其中3000亿元新台币由中国台湾当局控制的四大基金（劳工保险基金、劳工退休基金、公教人员退休抚恤基金和邮政储金基金）投入，另外2000亿元新台币由当局以所持有的官股向金融机构融资而得来。

在此后台湾股市的多次暴跌中，都可以看见“国安基金”的身影。不过，“国安基金”的救市之路并非一帆风顺，也曾有过深刻的教训。2000年台股崩溃，成立之初的“国安基金”经验不足，仓促应战，在股指高位即进场买入，但无法阻止市场跌势。

2000年3月“国安基金”首次启动入市，当时因选举导致台海局势紧张，台股指数巨幅波动，“国安基金”动用514亿元进场托市。3月20日到4月1日，追加27亿新台币入场。同年，台湾当局宣布停建“核四电厂”引发政治风暴，股市跌破6000点后继续重挫，“国安基金”10月又动用1200多亿新台币进入股市和期货市场救市。很明显，台湾当局的救市无奈地成了接盘，从10000点接到了3500点。等到台股下跌至3411点后却无力再买，护盘效果微乎其微，2001年9月账面亏损近800亿新台币。“国安基金”随之陷入退出难题，直到2007年8月，利用当时台湾股市的好行情，“国安基金”才将持有的股票售还给市场，历时长达7年解套出局，

最终盈利37亿新台币。

此后“国安基金”吸取教训，不再在股灾初期入场救市，改高调行事为低调介入，购买标的范围从大型上市公司扩大到小型上市公司。2008年金融危机期间，“国安基金”再次出手护盘。当年9月，台股从万点附近一路走跌到5500点，“国安基金”进场增持股票近600亿新台币。此后台湾股市虽继续下跌，但很快随全球股市步入反弹。台湾当局听取部分基金经理意见，将护盘目标扩充到了低价位的上柜OTC（场外交易市场）小型股票，从而改善了护盘效果和投资绩效。在股市上涨期间，“国安基金”逐步退出，至2010年10月完全卖出所持股票，合计获利337亿新台币，投资回报率达56%。2011年欧债危机引发台股指数下跌，“国安基金”又拿出300多亿新台币出手护盘。2012年台股指数冲破8000点，“国安基金”完成使命，趁机退出。(注)

（二）经验教训

救市不应以救股指为目标，如果仅通过拉抬权重股挽救股指，救市效果并不理想。另外，政府救市的时机选择十分重要，入市太晚则于事无补，入市太早往往会过早透支了资源。同时，在股市泡沫尚未完全释放的情况下接盘很可能接不住，反而让自身深陷其中被套牢。

四、日本的两次救市历程

（一）**20**世纪**60**年代救市

1962年，日本因经济结构性问题突出导致“股灾”。为了应对这场危机，1964年，以银行业为最大出资方的日本共同证券基金共向股市投入1905亿日元资金，相当于当年股票总市值的约6.9%。这一举措的效果立竿见影，日本股市当年即上涨50%，日经指数也随之收复1200点关口。

1965年1月以后，日本共同证券基金逐渐淡出历史舞台。随后，由证券业主导的日本证券保有组合成立，继续扮演救市角色。该基金最终于1969年1月解散，所获得的收益高达490亿日元。

（二）20世纪90年代救市

1989年12月，日经平均股指高达38915点。进入20世纪90年代，日经股指旋即暴跌，到1990年10月已跌破20000点。1991年上半年日经股指略有回升，但下半年又开始新一轮暴跌。1992年4月1日东京证券市场的日经平均指数跌破了17000点，日本股市陷入恐慌；8月18日股指跌至14309点，基本上回到了1985年的水平。到此为止，股指比最高点位下降了63%，上市股票时价总额由1989年底的630万亿日元降至299万亿日元，3年减少了331万亿日元，日本股市的泡沫彻底破灭。证券业空前萧条，1991年之后的两年中，股票市场的交易量只有以往的20%，200多家证券公司全都入不敷出，经营赤字越来越大。1992年，很多大公司的财务赤字超过400亿日元。

股灾发生后，日本货币当局重新转向扩张性的货币政策，连续降低利率(在随后的十年中，利率降低到零)以增加货币供应，但是收效甚微。日本政府也采取了扩张性的财政政策来稳定股市和经济，但因缺乏力度，毫无成效。直到1997年以后，受东南亚金融危机影响，日本金融系统彻底崩盘，日本政府才改变了态度，正视金融机构的危机处理，成立专门的金融监管机构，完善金融体系：1998年6月，成立新的金融监管机构——金融监督厅，接管大藏省的监管职能；1998年10月，通过了以金融机构破产处理为核心的《金融再生法案》和以事前防范金融危机为目的的《金融健全化法案》。

（三）经验教训

比较日本两次股灾中政府的表现，20世纪60年代的股灾中，日本政

府行动迅速，全力应对，救市效果也比较明显。20世纪90年代的股灾，日本政府认识不足，行动迟缓，虽然采取了应对措施，但是杯水车薪，收效甚微，直到1998年才出台大规模的救市政策，最终整体花费成本占总体经济GDP的13%，居历次金融危机之冠，但股指距离历史高点还有70%之遥。[注]

日本20世纪90年代的救市成效甚微，原因主要在于经济基本面未见好转。20世纪90年代的日本经济实际年增长水平仅为1.3%，在21世纪初甚至出现负增长。股市运行不可能完全脱离经济基本面，在实体经济持续不景气的年代，日本股市想要咸鱼翻身无疑难度巨大。日本政府希望通过救市使股市发展方向能够脱离经济基本面，最终必然难以带来市场的本质性向好，股市发展的根本仍在于实体经济。

---

1. 张佳康.香港外汇基金救市行动与市场化退出经验，中证金融研究院资料库，http://www.bisf.cn/zbscyjw/yjbg/201510/26a284e7d07e4b968584daff1e68018e.shtml.
2. 钟正生.救市之后的退市考［J］.商周刊，2015（16）.
3. 和讯网.人性就是这样，历史还在重复：盘点史上著名八大股灾及救市，http://futures.hexun.com/2015-07-16/177591691.html.

第二节
中国此次股市异动中救市的时间及政策安排

一、救市的主要措施

在此次股市异动中，我国政府部门的救市措施大体可以分为以下几种类型：

一是流动性提供，包括逆回购、降准降息以及承诺对证金公司的无限流动性支持等；

二是交易机制和市场规则上的改变（包括临时性的和长期性的），包括融券业务由T+0改为T+1，对股指期货一方面提高保证金比例，另一方面加强套期保值交易的期现匹配管理来减少投机，对大盘尝试引入熔断机制，以及暂停IPO等；

三是参与救市，利用证金公司、券商、基金等市场参与者，直接或间接地参与救市；

四是信心恢复，包括国家领导人、央行行长、证监会主席等政府高层均公开表示了对股市的信心；

五是打击违法违规行为，主要是对于造谣、恶意做空等行为的打击，重点是防范非法证券行为对市场的干扰。

从时间上看，股市暴跌后的救市过程可分为三个阶段：从6月15日

暴跌开始到7月4日之前，救市整体以流动性提供、信心提振的政策为主；从7月4日到8月初，央行、证监会、公安部等多股力量同时发力，在多重利好推动下，股市出现小幅反弹；在8月18日开始的股市新一轮暴跌中，推进改革及制度完善、央行降准降息、继续打击违法违规行为是主要的措施。在这三个阶段中，第二个阶段是救市过程的高潮期。

二、第一阶段：6月15日至7月4日

在这一段时间内，救市整体以流动性提供、信心提振的政策为主，其他政策仍然处在吹风阶段，从市场角度观察，未见落实的迹象。

在6月15日之后近两周的时间内，政策当局未有救市举措。

从6月25日开始，央行通过多种方式向市场提供了流动性。6月25日，央行重启了暂停两个月的7天逆回购，释放流动性；6月27日，央行宣布降准降息，进一步释放了流动性。

针对养老金入市和两融也释放了两重利好。6月29日，财政部、人力资源和社会保障部共同起草《基本养老保险基金投资管理办法》征求意见稿，向社会公开征求意见。证监会发布《证券公司融资融券业务管理办法（草案）》，释放允许券商自主决定强制平仓线等利好。但由于养老金入市只是征求办法，时间表当时尚未公布，这部分资金入市可谓是“远水解不了近渴”。而强制平仓线改变却难以对股市带来利好，原因在于券商作为营利性机构，在面对风险时不可能选择降低平仓线并自担风险。

政策层也就股市发布了一些看法，意图提振市场信心。例如，6月29日证监会发文称，回调过快不利于股市的平稳、健康发展；7月2日国务院总理李克强在中法工商峰会上指出，应当培育公开透明、长期稳定、健康发展的资本市场等。

护盘力量也在介入。中国石油、中国石化，银行板块等获得资金的明显支持，7月2日中国石油大幅上涨8.75%。但是未获得资金护盘的创业板个股依然暴跌，创业板指当日跌幅4%，1400多只股票跌停。

三、第二阶段：7月4日至8月初

（一）7月4日至7月9日——下跌中的托市

上证综指从6月15日起一路暴跌，到7月3日收盘，股指跌幅近30%。7月4日，21家主要券商会议拉开了市场自救的帷幕，汇金承诺继续增持ETF，为股市提供支撑力量。与此同时，国务院召开会议，决定暂停新股上市。

7月6日，央行确认证监会即7月5日发布的关于对证金公司提供无限流动性的事宜。而由于在之前的救市中，小市值个股跌幅更加凶猛，拉抬权重股的效果有限，因此采取了针对小盘股的托市措施：中金所从7月7日起，对中证500指数期货客户单向开仓，交易限制为1200手，此后期货成交量大幅减小。

7月8日是救市的最高峰。首先，从7月8日起，中金所将中证500股指期货合约的卖出持仓保证金比例提高至20%。其次，国资委也加入救市的行列中，要求国有金融企业和其他央企不得减持。最后，证监会发言人在开盘前称，为恢复市场正常交易，将加大对中小市值股票的购买力度。从7月8日的股市走势来看，股指期货的成交量大幅萎缩，所有品种成交量均不到前一日的一半。在这样的政策影响下，当日创业板指触底反弹，小幅上涨0.51%。但大盘指数却在缺乏托底和护盘的状况下继续下跌，跌幅达到5.9%。截至7月8日，两市个股表现仍依赖于政策托市。

7月9日，三项重量级救市措施促使大盘终于大幅反弹。第一，公安部门入场，会同监管部门排查近期恶意卖空股票与股指的线索；第二，证金公司再度提高中证500股指期货保证金比例至30%；第三，监管部门同时要求上市公司从“大股东增持、回购股票、董监高增持、股权激励、员工持股计划”五项措施中选择一个送利好。大盘7月9日企稳反弹，当日上证综指反弹幅度达5.76%，创业板指上涨3.03%，两市共1277只股票涨停，即除了停牌股票，基本全线涨停。政府救市政策密集期告一段落，此后政策转入股指稳定后的整固期和救市退出政策的讨论期。

（二）**7**月**10**日至**8**月**17**日**——**震荡市中的救市退出之议

《财经》记者在7月20日刊文称救市资金正在筹备退出，成为退市传闻的源头。此后监管部门对此进行了反驳，但市场对此问题的担忧仍然存在。7月24日，据彭博新闻社报道，IMF敦促中国退出救市措施。正因为持久未退的救市举措可能对中国是否能加入SDR（特别提款权）形成一定的干扰，因此救市政策的退出对市场情绪的影响持续增大。

专栏2.3 国际货币基金组织：中国应及时退出救市措施

IMF于北京时间8月15日8时发布了对中国的年度第四条款磋商报告（即年度经济评估报告）。对于中国政府近期救市的政策反应，IMF执董们认为，中国股市本次大跌并不会对实体经济产生显著影响，及时退出这些干预措施将符合中国转向更市场化的金融系统。

报告称，尽管中国经济放缓、企业利润增速下滑，但中国股市在过去一年翻了一番多。一些市场参与者指出，高层政府官员的评论有可能被理解为“官方支持”。政府和证券交易所已经针对包括放宽保证金融资规定（2013年4月）、基金开放（2014年8月）和允许投资者开

设多个证券账户（2015年4月）在内的股本投资采取促进措施。股票市场大量资金流入的原因还有可能包括家庭储蓄方式从房地产方面转移，和对股东有利的国有企业改革抱有信心。

新投资者的涌入、保证金融资激增、杠杆和证券公司互相关联度上升都构成了金融稳定风险。这使经济增长的更广泛风险上升，但仍然相对较小。

对此，报告提到，IMF执董们注意到中国政府对近期股市修正采取的广泛政策反应。他们认为，及时（in a timely manner）退出这些干预措施将符合中国转向更市场化的金融系统。中国应当聚焦于维持系统重要性机构的流动性，强化市场监管、监督和危机管理的框架。在报告发布前对媒体的电话会议中，IMF高级官员表示，中国股市本次大跌不会对实体经济产生显著影响。

8月11~12日，人民币大幅贬值波动，下跌幅度近3%，大盘涨势因此趋弱。而14日监管部门发布21号公告，宣布证金公司将部分股票转让给中央汇金，这条被媒体理解为国家队退出救市计划。另外，8月21日是交割日，股指深度贴水下的“交割日”效应或许也是推动股指下跌的原因之一。

在这一阶段，政策当局推出的救市政策较少。除了8月3日晚，沪深证交所公告修改《融资融券交易实施细则》，将融券业务从原来的T+0调整为T+1外，未有其他救市政策。

四、第三阶段：8月18日至9月底

8月18日，中国股市的暴跌触发了全球主要发达国家股市的下行，美股前期涨幅过大，本身也有回调要求。全球股市轮番暴跌持续至8月

26日，在这段时间内救市措施较少。8月26日晚，央行宣布降准0.5个百分点，同时宣布降低存贷款利率0.25个百分点。此后，股市企稳回升，进入震荡阶段，在震荡阶段中，政策层及监管当局也采取了众多旨在完善交易制度、促进经济改革的措施，间接防范了信心崩溃下的股市再度暴跌。

首先，政策层加强了对于股市的监管。8月22日，违规减持案件审查完毕，有40件进入审理程序，政策层对违规减持的容忍度降低，9月18日第二轮违规减持案件审查结束。

其次，对交易机制进行了完善。9月7日，证监会发布《关于就指数熔断相关规定公开征求意见的通知》，熔断机制将择机推出。10月9日，证监会发布《证券期货市场程序化交易管理办法》，加强了对程序化交易的监管。

最后，落实改革方案。国企改革、“一带一路”走出去相继落地，对股指回升形成了一定的支撑。

表2.1 救市措施汇总表

时间	部门	政策	市场反应
6 月 25 日	央行	重启逆回购	上证综指从 6 月 15 日起一路暴跌，到 7 月 3 日收盘，跌幅已经近 30%
6 月 27 日	央行	降准降息	
6 月 29 日	财政部、人力资源和社会保障部	养老金入市办法征求意见	
6 月 29 日	证监会	改变强制平仓线；发文喊话	
7 月 2 日	国务院	李克强总理喊话	
7 月 4 日	证券业协会	21 家证券公司决定共同出资 1200 亿元投资蓝筹股 ETF	政策效果不明显，大盘仍然未有起色，两市个股表现仍依赖于政策托市
7 月 4 日	国务院	暂停 IPO	
7 月 5 日	证监会	宣布央行对证金公司提供无限流动性	
7 月 6 日	央行	确认证监会 5 日公告	
7 月 7 日	中金所	对中证 500 指数期货客户单向开仓交易限制为 1200 手	
7 月 8 日	中金所	大幅提高中证 500 股指期货合约的卖出持仓保证金比例至 20%	
7 月 8 日	国资委	要求国有金融企业和其他央企不得减持	
7 月 8 日	证监会	宣布将加大对中小市值股票的购买力度	

时间	部门	政策	市场反应
7月9日	公安部	公安部副部长孟庆丰带队到证监会，会同证监会排查近期恶意卖空股票与股指的线索	大盘大幅反弹
7月9日	证金公司	再度提高中证500期货保证金至30%	
7月9日	证监会	要求上市公司送利好	
8月3日	沪深证交所	将融券业务从原来的T+0调整为T+1	震荡市。对救市政策退出的担忧导致股指下跌
8月14日	证监会	宣布证金公司将部分股票转让给中央汇金	
8月22日	证监会	第一轮违规减持案件审查完毕	8月18日，股市再次暴跌。8月26日后，股市企稳回升，进入震荡阶段
8月24日	中共中央、国务院	《关于深化国有企业改革的指导意见》印发	
8月26日	央行	降准降息	
9月7日	证监会	熔断机制征求意见	
9月18日	证监会	第二轮违规减持案件审查结束	
10月9日	证监会	加强了对程序化交易的监管	

资料来源：课题组根据公开资料整理

第三节
本次救市的教训及政策建议

一、市场对救市正当性的争论

（一）政府是应该加强监管还是自由放任

一直以来，市场经济中政府应发挥的角色是经济学的一个基本命题，也引起持久不断的争议。根据亚当·斯密的观点，政府的职责是充当市场经济的守夜人，政府干预市场甚至修改规则将不利于市场的长期成长与运行，并有损政府信用。

亚当·斯密在《国富论》中认为：“这种管制（国家和君主干预经济生活）几乎毫无例外地必定是无用的或有害的。”国家只起“守夜人”的作用。它的职能是:“第一，保护社会，使不受其他独立社会的侵犯。第二，尽可能保护社会上各个人，使不受社会上任何其他人的侵害或压迫，这就是说，要设立严正的司法机关。第三，建设并维持某些公共事业及某些公共设施。”而崇尚政府干预的学派则认为市场经济运行中存在着各种不完善的因素，会导致市场失灵。这时政府作为“看得见的手”就应当发挥重要作用。

对于金融市场，政府应加强监管还是自由放任也是存在争议的。美国次贷危机的出现也与金融自由化浪潮下华尔街疯狂的金融创新有关。[注]有观点认为，金融市场的泡沫应当由市场自发出清，政府干预不利于资本市场的长期发展。

专栏2.4 金融自由化理论

金融自由化（Financial Liberalization）即金融管制自由化，是“金融抑制”的对称。主要是指金融当局通过金融改革，放松或解除金融市场的各种管制措施，从而为金融市场交易提供一个更为宽松自由的管理环境，主要包括利率自由化、汇率自由化、银行业务自由化、金融市场自由化和资本流动自由化等。金融自由化理论主张改革金融制度，改革政府对金融的过度干预，放松对金融机构和金融市场的限制，增强国内的筹资功能以改变对外资的过度依赖，放松对利率和汇率的管制使之市场化，从而使利率能反映资金供求，汇率能反映外汇供求，促进国内储蓄率的提高，让供求关系决定利率和汇率水平，使金融资产实际收益率上升，金融机构间竞争加剧、金融技术改进，当金融机构和投资者在市场中积累起更多的经验和信息时，储蓄的规模和期限将变长，金融结构将合理化，金融效率得到提高。最终达到抑制通货膨胀，刺激经济增长的目的。

传统的金融深化理论特别是麦金农和肖的以金融自由化为主要内容的金融深化理论提出以后，立即引起了经济理论界对发展中国家金融改革与发展问题的广泛关注，并成为从20世纪70年代后期开始到80年代末期在发展中国家进行金融自由化改革实践的主要理论依据。

金融深化论是与当时在西方发达国家逐渐兴起的新自由主义思想理论相适应的，是新自由主义思想在金融理论和发展经济学中的反映。

但由于在这一金融深化理论指导下所进行的拉美金融自由化改革暴露出了许多问题，而在理论上遭到了很多的批评。后凯恩斯主义学派主要从有效需求的观点对麦金农和肖的金融深化理论进行了反驳。他们认为，不是储蓄决定投资，而是投资决定储蓄。过高的实际利率将抑制投资，从而抑制储蓄。投资的减少通过乘数作用，进一步降低了经济增长率。

针对麦金农和肖的理论中存在的不足，后来的一些经济学家包括麦金农和肖进行了进一步的研究与完善。从20世纪70年代中期到80年代初期，在这一方面做出主要贡献的经济学者有新加坡国立大学经济学教授卡普(kapur)、国际货币基金组织经济学家马西森(Mathiesan)、美国加州大学教授弗莱(Fry)等。他们对金融深化理论的贡献主要集中地体现在他们各自所建立的数学模型和研究方法上，特别是将麦金农和肖的静态分析发展成为动态分析。其代表性理论模型主要有卡普——马西森模型、弗莱的开放经济金融发展模型和加尔比斯的两部门模型等。他们从不同的角度论证了金融自由化的必要性，丰富和发展了金融自由化思想，使得金融自由化理论的实用性更加具体。

（汪术勤）

（二）救市的公平性问题

“救市”资金入场后，在买入标的选择和具体操盘方面所潜藏的“道德风险”问题，是市场关注的焦点之一。救市资金的使用并非雨露均沾，而是选择了对股指影响大、对股指能有明显拉升效果的股票。在救市之初，政府救市选择了拉抬蓝筹股、权重股，出现股指回稳但中小板、创业板连连跌停的状况。在大幅拉升中国石油、中国银行等权重股指数的同时，众多非权重股还躺在跌停板上苦苦地等待救援。

救市行为的不公平，还反映在投资者的身上。目前权重股的持有者以大型机构为主，中小投资者参与的概率并不高。在权重股大股东欢呼雀跃的同时，中小投资者却并没有体会到救市的力量和其带来的变化。有投资者甚至表示，救市资金基本是“自己人救自己人”。随着市场不断的呼吁，救市范围向中小创扩展，但也并非每只股票都能顾及。哪些股票当救、哪些不当救存在很大争议，部分未被照顾到的投资者和上市公司仍然会觉得于己不公。(注)

中国此次的股市异动中，关于救市公平性的争论也一直不断。对这一问题存在两种争议：一是与被救市的主要机构联手救市是否合理；二是救指数而不是救机构是否合理。第一种争议认为，与被救市的主要机构联手救市导致了不公平的问题，第二种争议认为，救指数而不是救机构导致机构不需要承担救市成本，也不公平。

对于第一种争议，课题组认为，与被救市的主要机构联手救市并不合理，理由是：一方面，被救市对象会站在自身而非全局的角度思考救市方案，有失偏颇且对大多数的散户而言并不合理；另一方面，被救市机构由于参与救市方案设计，会提前知晓监管层的救市安排，从而获得套利空间，对其他的对象构成不公平。

对于第二种争议，即应当救指数还是救机构的问题，主要产生的原因在于救指数的方式承担成本者是国家，机构的损失得到弥补，“坏孩子”被纵容。但课题组认为，救机构和救指数在中国目前的市场体制机制中本质相同。

第一，在本次救市过程中，由于证券投资业务本身所耗用的流动性已经锁定，因此其他业务的流动性不会受到波及。对于银行来讲，证券投资业务占比很小，对于证券公司、基金公司等来说，也主要是基金产品和资管计划等面临的赎回压力。由于证券公司自营以及银行股票投资占比小，因此股市“流动性螺旋”并不会导致流动性风险的发生，最大的风险发生于基金公司。

第二，对于基金公司等机构进行的市场投资而言，市场流动性枯竭对其造成流动性难题的关键原因在于无法进行卖券操作。给予机构流动性资金并不足以解决这个问题，既然不能解决，结果就是持仓者从散户变为了监管层，因此并不能达到惩罚“坏孩子”的效果。

第三，在涨跌停版制度困扰股市、流动性枯竭是主要问题的前提下，救指数和救机构本质差异并不大。课题组认为，要破解“流动性螺

旋”，最关键的是打破持续下跌和恐慌继续的循环，而这必须依赖于救指数。而对于“流动性螺旋”旋涡中的机构来讲，也唯有股市恢复正常化才能获得解脱，不然只能算是“续命”。由此可见，救机构的要义在于救股指，两者基本可以被看作是等同的。

（三）巨额救市资金是否会加重银行业风险

此次救市借鉴了香港“平准基金”入市的经验，通过证金公司为股市注入流动性，而流动性的最重要的源头则是银行系统。据《财经》报道，截至7月13日，内地17家商业银行共向证金公司提供了约2万亿元的授信额度，其中已经到位1.3万亿元。银行系统的巨额资金为证金公司救市及时提供了弹药，有利于实现市场的稳定。但这也可能进一步增加银行业的风险。据彭博社援引加州大学教授史宗翰（Victor Shih）评论称：“在此之前，中国的金融业就存在很大的债务隐忧，这次大规模干预股市又进一步增加了这一道德风险。如今道德风险向股市蔓延，央行同时要支持债市和股市流动性，资产负债表的扩张远未结束。”[注]

（四）救市是否纵容了“坏孩子”

有观点认为，政府干预市场甚至修改规则将不利于市场的长期成长与运行，并有损政府信用。尤其是对于由投机者制造的股市泡沫破裂，更不应救助。美国2008年次贷危机发生后，布什政府在推出7000亿美元金融拯救计划时，一些议员就指责布什政府是在花纳税人的钱，送华尔街大亨们“金色降落伞”，甚至表示“华尔街上那些贪婪的猪不值得勤劳的美国公众伸出援手”。美国有线电视新闻网的一项民意调查显示，80%的美国人认为，如果救市方案不通过，美国经济将更为糟糕；但80%的人也认为，这场危机的始作俑者，将会从救市方案中受益。

从次贷危机发生的根源来看，以华尔街为代表的市场主体的疯狂逐利行为难辞其咎。在金融自由化的背景下，忽视市场风险、金融工具过

度创新、信用评级机构利益扭曲、货币政策监管放松，最终导致了次贷危机乃至全面金融危机的爆发。在危机爆发前，疯狂逐利的华尔街投行大亨们在自己制造的这一轮泡沫中大发横财，那么他们自然也应当在泡沫破灭后为自己的行为负责，破产是他们咎由自取的结果。如果政府在泡沫破灭后救市，相当于是让全体社会成员为部分市场主体的过错埋单，用所有纳税人的钱拯救华尔街投行大亨。且不谈这是否公平，严重的问题是救市可能使最终结果走向救市初衷的反面：由于政府救市，那些惹祸的、应该受到惩罚的人不但没有受到惩罚，反而能全身而退甚至还有颇多斩获，于是投资者都将以此为榜样，在榜样的示范和鼓励下，随着市场信心的回复和市场的复苏、繁荣，新的“疯狂”的个人和金融机构在未来将会出现，他们将再度利用高得惊人的财务杠杆敛财，而丝毫不会顾虑是否会对市场造成的隐患，政府今天的救市会为明天的危机和再度救市埋下祸根。㊟

专栏2.5 《致国会两院公开信》

次贷危机引发2008年美国华尔街刮起金融风暴，美国财政部长保尔森提出救市计划，拟投入7000亿美元救市，以供美国政府从金融机构手中购入不良资产。

该方案不仅引发美国国会两院激烈辩论，也受到来自美国经济学界的质疑。2008年9月23日，一份由超过100位美国经济学家联合署名的《致国会两院公开信》发表在互联网上，指出保尔森救市计划的三大缺陷，吁请美国国会加以慎重考虑。

《致国会两院公开信》译文：

致众议院议长与参议院临时议长：

作为经济学家，我们要向国会表达：对于财政部长保尔森所提出的金融危机应对计划，我们深感忧虑。我们清楚地知道当前金融形势有多么困难，我们也认为需要采取果敢行动才能确保金融体系继续运

转。然而，我们认为目前提出的计划存在三个致命的缺陷：

1.不公平。该计划是在用纳税人的钱补贴投资者。那些为了利益铤而走险的投资者也必须承担损失才行。并非每一桩投资失败都会引发系统性风险。即使不救援那些自己决策失误的投资者和机构，政府也能确保金融业正常运行，向可信的借款者发放新的贷款。

2.含糊不清。该计划拟议成立一个新机构，但是其使命和监督机制都不清楚。如果要纳税人从陷入困境的卖家手中购买缺乏流动性和透明度的资产，那么这些购买交易的条款、时机和操作方法都必须是事先彻底透明、事后得到妥善监督的。

3.长期效应堪忧。假如该计划投入实施，其效应将会持续一代人的时间。尽管最近麻烦重重，美国的富有活力和创新精神的私人资本市场毕竟为这个国家创造了前所未有的繁荣。为了平息短期干扰而从根本上削弱那些市场是极其短视的做法。

由于这些原因，我们呼吁国会不要匆忙决策，要进行适当的听证，仔细考虑什么才是正确的行动路径，为美国金融业和美国经济的未来做出明智的决定。

（五）救市成功的概率

股市一旦出现暴跌，指数具有巨大的下跌惯性。股市在疯涨阶段催生了太大的泡沫，一旦市场情绪发生变化，泡沫破裂，必然会回调。从国际经验看，如果以“救股指”作为检验标准，救市几乎没有任何成功案例，股票指数通常都会下跌50%左右才会停止，暴涨之后必有暴跌是被历史反复验证的必然定律。以经典的香港1997~1998年救市为例，香港恒生指数由16000多点跌至6000多点才彻底止跌，跌幅超过60%（见图2.2）。

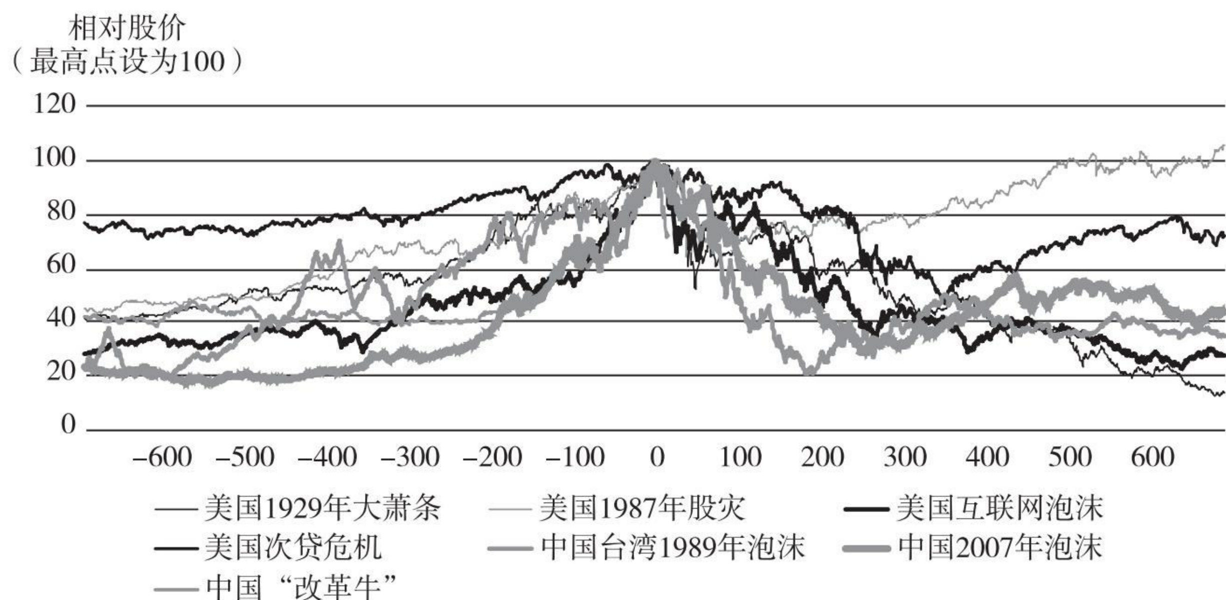


图2.2 历次“股灾”最高点前后各700个交易日股价走势

资料来源：Wind

二、判断是否需要救市的指标

救还是不救，这是个问题。甚至在救市大概率失败的前提假设下，政府是否还应当救市，更是个问题。站在不同的立场，态度和取向自然不同。课题组认为，政府承担的职责是多方面的，应当站在政府的视角上客观地考虑相关问题。

（一）是否会导致金融系统风险是判断是否需要救市的重要指标

股市暴跌是否具有传染性、是否会引发系统性金融风险，是判断救市必要性的重要指标。杠杆越高，股市下跌所带来的流动性压力也就越大。而若杠杆中的配资力量主要来自于对金融系统稳定有系统重要性的银行，则可能因流动性枯竭引发挤兑而造成银行危机和金融危机，后果最为严重。银行是流动性的主要提供者，若银行在资产运用中将过多资

金配比在股市中的话，则有可能因坏账增多、资产贬值而引发挤兑风险，从而诱发银行危机。

1929~1933年的大萧条中，美国股市大幅下跌且对经济造成了极为严重的负面影响。之后1987年的股灾，影响则较小。银行资金是否入市即是否会引发系统性金融风险，是股灾影响是否重大、政策层救市是否需要较高力度的决策依据。1987年美国股灾，是在分业经营、分业监管状况下发生的股灾，其影响相对较小，波及面较窄。此后的美国次贷危机，美国政府救市的主要考虑也是，一旦大型金融机构破产，则会对经济造成难以挽回的损失，也就是所谓的“大而不能倒”。

截至2015年，我国的金融监管体系仍为分业监管体制。我国《商业银行法》规定，商业银行不能直接投资于股票市场。但是在实体经济坏账增多、银行信贷风险增大的状况下，表内资产也在通过资产管理的方式进入资本市场。根据海通证券等的估计，理财资金的入市规模约在万亿元以上。由于银行资产管理中，资金投资于固定收益产品的占比较大，因此从表内外总额来看，投资于股市的规模应当不超过15万亿元。在银行200万亿元的总资产中占比不到10%。但是考虑到银行的超额准备金率仅为2.5%，股市下跌过快、过猛，还是容易对流动性产生影响。

（二）市场下跌是否非理性

此次股市异常波动表现为“疯牛”和“急跌”，无论是上涨和下跌都带有很浓的情绪化色彩，市场的非理性表现得十分明显，比如恐慌性抛售导致的股市流动性枯竭。在两轮股市暴跌中，均出现了显著的股市流动性枯竭，即大量股票跌停或停牌，能够正常交易的股票所剩无几。

此外，股市价格波动如与其他的市场形成共振，尤其是当融资流动性与股票市场流动性关切度高的时期，非常容易通过触发“流动性螺旋”的机制影响到整个金融稳定和经济增长。在资本市场大幅下跌的过程中，市场允许的做空机制使得以反向操作、程序化做空方式获利的投

资策略将始终存在。做空机制的存在使得资本市场的共振效应加剧，在资产大幅缩水、变现难度不断增大的状况下，类似“挤兑”的“流动性螺旋”也会发生（见图2.3）。

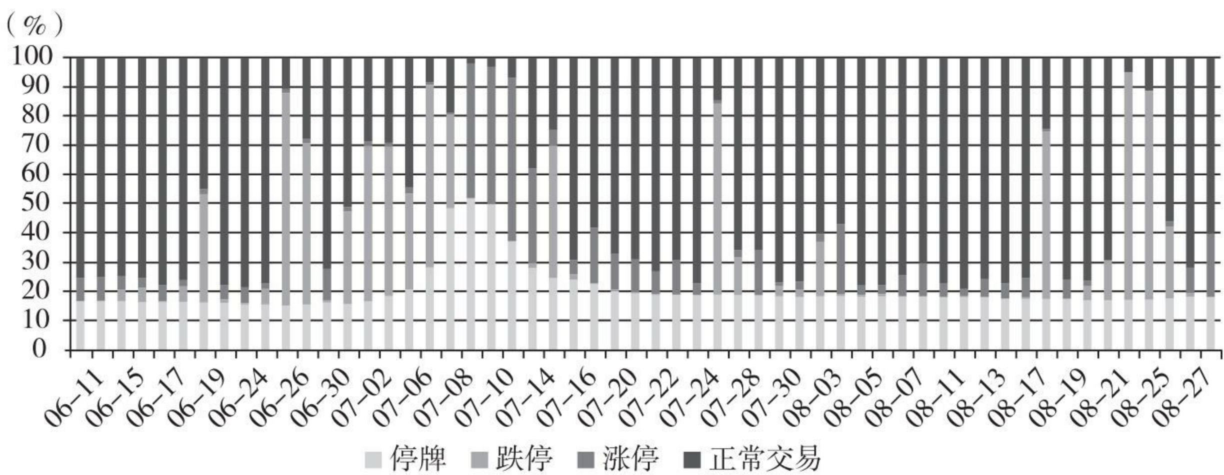


图2.3 2015年6~8月，所有上市公司股票交易状态的只数占比

资料来源：上海证券交易所，深圳证券交易所

在出现流动性枯竭和“流动性螺旋”的情况下，单纯依靠市场本身的力量已经无法解决，必须要有外力干预。也就是说，如果判断市场已经失灵，那么政府干预就有其合理性。

（三）维稳的需求与是否救市密切相关

美国2008年次贷危机，是金融危机以及后续全球多年经济萎靡的“导火索”。其爆发的主要原因在于，股市和房地产这两项资产在美国居民财富中占据了十分大的比重。根据《证券市场周刊》报道，在美国家庭财富配置中，房地产占比为30%左右，存款占比10%左右，各类金融资产占比接近60%。一旦爆发股灾，影响深远。

在我国，股票本身在居民财富配置中的占比较小，但房地产市场在居民财富中的占比则较大。根据《证券市场周刊》的报道，居民总金融资产大约300万亿元，其中，储蓄大约60万亿元，占比20%；房产总值

大约200万亿元，占比70%；其他各类金融资产占比仅10%。因此，从宏观上来讲，资本市场困境从股市到房地产市场的传导，是判断股市暴跌是否会造成重大影响和是否该救市的一个重要因素（见图2.4）。

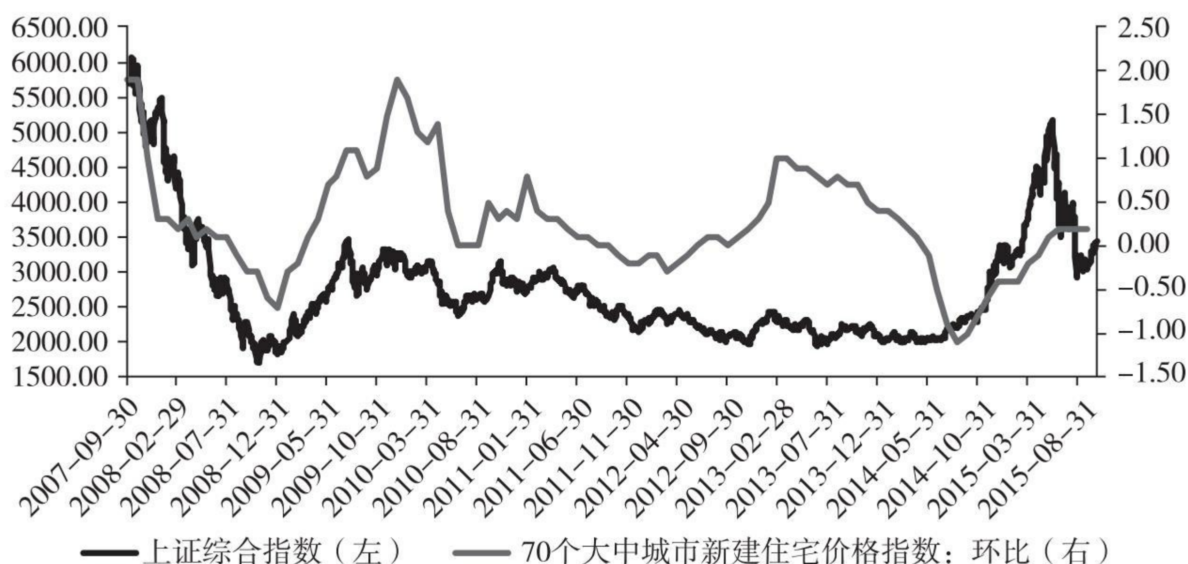


图2.4 股市与房地产市场之间的相关性

资料来源：Wind

（四）政府决策的唯一性和紧迫性

股市暴跌之后，政府必须在有限的时间内做出当时条件下可以做出的决策，这种决策是一种“次优选择”，受到可供决策的时间、短期可动用的力量、协同体制的不完善等多种因素的制约。而且，这种决策一旦做出就会具有唯一性，市场可以提出各种与政府政策不同的意见建议，但是由于这些建议未被实践，其效果是否真的会优于政府采用的措施，谁也无法知道。也正因为如此，在评判政府救市行动的成效时应当十分慎重，需要充分考虑到政府决策时的制约因素；同时对与政府政策不同的意见建议的效果应合理评估，因为理论和实践总是存在差异。

三、政府救市的得与失

（一）成绩

第一，减缓下跌速度，但可能并未改变结果。从结果上看，政府救市确实减缓了股市暴跌的速度，在股市暴跌过程中出现了数个相对稳定的“平台期”，为政府制定决策、市场割肉出逃提供了时间。例如，7月7~24日、7月28日~8月18日、8月27日~12月23日，股市一度出现较长时间的反弹，与政府稳定市场信心，或者所谓“政策底”不无关系。但是，很难讲政府救市是否改变了股市下跌的最终幅度。截至2016年1月，股市最低跌至2600点，而此轮股市上涨的起点为2000点，考虑央行降低基准利率带来的估值重估，政府扭转经济长期无底线下滑预期，股市在2600点企稳可能是市场自发的结果，而与政府救市关系不大。

第二，政府做多对抗股市下跌。在各国的股灾救援中，政府做多、削弱做空力量、减少做空投机都是一种常用的且行之有效的方式。各国常用的方式有：政府出资做多、抬高股指期货面值、限制卖空、股指期货空方开仓限制等。从表2.2看，我国在此次股市暴跌中所采取的救市方案与香港此前的方案高度相似，都是以打击做空交易为主。打击做空并不符合市场化的原则，相当于政府直接干预市场运行，但是考虑到“救市”本身就意味着政府干预市场，因此政府成立各类平准基金、直接参与做多、限制做空是各国“救市”的常用手段，也往往能够起到一定的效果。

表2.2 日本与中国香港地区的救市方案

指数类别	下跌阶段	股指表现	措施时间	措施	细节
东京日经225指数	1989.12.20～1993.5.2	-62.90%	1991.7.1	降息	降息周期开始于1991年7月1日，1992年开始动用邮政储蓄基金和其他保险基金及养老基金，和所谓“股市安定平准基金”一起救市，一年内投入
东京日经225指数	2008.7.23～2008.10.27	-46.96%	2008.1	挽救经济	10月推出26.9万亿日元的经济刺激方案，12月12日追加23万亿元的刺激方案，10月31日降息
香港恒生指数	1997.8.7～1998.8.13	-60.10%	1998.8.14	动用财政储备金	买入汇丰银行等重要个股拉抬恒指，出台限制卖空政策、增加银行体系流动性资金、抬高股指期货面值、股指期货空方不能主动售予买盘

资料来源：课题组根据公开资料整理

第三，拯救中小盘股票取得积极效果。本次股市暴跌中，中小盘股票是重灾区，大多数股票处于无量跌停的状态。在以拉升大盘蓝筹稳定股市大盘走势后，7月8日政策层的思路转向托举中小市值股票，极大地缓解了流动性风险。课题组认为，流动性风险若无法缓释，则恐慌性情绪难以释放，股指的下滑趋势就难以止住。在8日采取的对中小盘个股做空严苛限制、同时佐以中小盘资金介入抬升的政策，化解了“流动性螺旋”，平稳了市场情绪。

（二）问题

第一，不应当在股指高点救市。救市的时间越早，救市的难度越大，而救市无效则会加剧市场恐慌，导致更大程度的市场动荡。在缺乏应急处理机制和平准基金的状况下，此次股市异动中政策层较早意识到

了“去杠杆”下的股市风险，股市暴跌发生后出手迅速。此次A股大幅下跌开始于6月15日，救市活动则在6月27日后陆续展开，反应速度较快。但在股市暴跌刚发生时，由于下降动能太大，政府很难独挽狂澜，不仅付出了巨大代价，也影响了托市的效果，损害了政府信誉，进一步挫伤了市场信心。从表2.3看，美国、韩国在历次股灾中推出救市政策也需要一个时滞。

第二，救市应当有事先预案。资产价格泡沫问题和泡沫破裂后的处理问题，在全球各国都十分棘手。我国为应对类似事件，在2005年发布了《国家金融突发事件应急预案》，金融行业中银行业依据其指定了《银行业突发事件应急预案》，证券行业未形成细化的应急方案。同时，在《证券法》《中国人民银行法》等相关法律中，对于金融风险事件（尤其是股票市场中发生的风险事件）应急处置机制及其负责机构的规定则并不明确。救市应当有事先预案，措施力度逐渐增强，而不应当各部门仓促应战、各自为战，缺乏章法。以美国经验为例，美国《联邦储备法》第十三条第三款给予了美联储授权，该条款允许美联储在“异常和紧急的情况下”，向“任何个人、合伙制企业或股份公司”发放贷款，只要“联邦储备银行确信”用以抵押的“票据得到充分担保”。这也是美国在2008年金融危机中，美联储和财政部能够得以通力合作、救助市场的重要法律依据，利用法律条款赋予相关机构行政紧急权非常重要（见表2.3）。

表2.3 美韩救市政策推出时滞

指数类别	下跌阶段	股指表现	措施	细节
美国道琼斯指数	1987. 10. 05 ~ 1987. 10. 26	-32. 00%	提供充足流动性、阻断程序化交易循环等	1987 年 10 月 20 日发布紧急声明，“联储已经准备就绪为支撑经济和金融体系提供流动性”。同日购买政府债并降低利率；11 月 4 日降息；保证贷款续贷；与各主要国家协调汇率政策；芝加哥商品期货交易所暂停交易
韩国综合指数	1989. 9. 2 ~ 1990. 9. 19	-42. 30%	成立国家平准基金	25 家证券公司出资 2 兆韩元，银行、保险、上市公司出资 4 兆，9 月信托成立 2 兆保证股价基金
美国道琼斯指数	2008. 5. 19 ~ 2009. 3. 9	-49. 80%	提供紧急资金、接管重要企业、援助华尔街巨头、QE	2008 年 3 月为贝尔斯登提供紧急资金、联邦政府接管两房、援助 AIG 等，2008 年 11 月推出 QE，7000 亿美元平准基金

资料来源：课题组根据公开资料整理

第三，救市政策应当更加偏向市场化的方式。救市应当减少或避免干预市场规则，否则将会影响投资者对于金融市场的制度信心，对金融市场长期健康发展产生不利影响。在本次救市中，政策当局采取了多种多样的手段，其中针对上市公司的“五选一”送利好、针对股市的IPO及再融资的暂停、要求证券公司出资救市等，均属于非市场化的救市政策范畴。

第四，救市政策退出择时应慎重。回顾本轮股市第二波暴跌，即8月18日开始的下跌，与当时监管部门公开“救市退出计划”，即通过21号公告宣布证金公司将部分股票转让给中央汇金有一定的关系。而此前，与证监会退出救市有关的传闻层出不穷。此时，市场信心尚未恢复，退出择时过早。欧美成熟市场内，在发生股灾后，退出救市往往更加谨慎。从表2.4中看，各国救市政策退出之前都经历了相当长的时间，至少是10个月。此次我国股市暴跌过后不到一月的时间即兴起了关于救市

政策的讨论，容易引发股市信心的再度崩溃，不利于资本市场的平稳发展。

表2.4 其他国家股灾后救市的退出择时

国家	退出前股涨幅	时间跨度	退出方式	详细
美国	37%	1年	财政部出售股票	2010年3月，财政部宣布将在接下来6~7个月内陆续出售花旗股份，TARP逐一退出
中国香港	95%	1年	通过盈富基金	1999年11月，把外汇基金购买的港股以盈富基金上市，再分批回售市场
中国台湾	154%	7年	通过国安基金	2002年10月15日，最后的待沽单位完成认购2000年救市不力，股指崩溃，直到2007年才借上涨势头退出
中国内地	100%	10个月	IPO重启	对股市进行行政干预、税负调整。股指见底回升与经济见底回升有重要关系

资料来源：课题组根据公开资料整理

专栏2.6 证监会谈股市异常波动

——2016年全国证券期货监管工作会议上的讲话节选

2014年7月开始，我国股市出现了一轮过快上涨行情，至2015年6月12日，上证综指上涨152%，深成指上涨146%，创业板指上涨178%。股市过快上涨是多种因素综合作用的结果，既有市场估值修复的内在要求，也有改革红利预期、流动性充裕、居民资产配置调整等合理因素，还有杠杆资金、程序化交易、舆论集中唱多等造成市场过热的非理性因素。过快上涨必有过急下跌。2015年6月15日至7月8日的17个交易日，上证综指下跌32%。大量获利盘回吐，各类杠杆资金加速离场，公募基金遭遇巨额赎回，期货现货市场交互下跌，市场频现千股跌停、千股停牌，流动性几近枯竭，股市运行的危急状况实

属罕见。如果任由股市断崖式、螺旋式下跌，造成股市崩盘，股市风险就会像多米诺骨牌效应那样跨产品、跨机构、跨市场传染，酿成系统性风险。

在党中央、国务院的领导下，各有关部委果断出手，迅速行动，综合施策，遵循市场规律，依法打好“组合拳”，稳定市场、稳定人心，并将稳定市场、修复市场和建设市场有机结合起来。这次应对股市异常波动，本质上是一次危机处理，着眼于解决市场失灵问题，通过各方的共同努力，防范住了可能发生的系统性风险。

这次股市异常波动充分反映了我国股市不成熟，不成熟的交易者、不完备的交易制度、不完善的市场体系、不适应的监管制度等，也充分暴露了证监会监管有漏洞、监管不适应、监管不得力等问题，我们必须深刻吸取教训，举一反三，学有所得，深化改革，健全制度，加强监管，防范风险，促进资本市场稳定健康发展。

……

总结过去一年的工作，我们深切感受到，要做好监管工作，必须正确处理好以下几个关系：

一要处理好虚拟经济与实体经济的关系。虚拟经济是虚拟资本以增值为目的进行独立的权益交易活动，股票所代表的实际资产已经被投入企业的生产经营过程去创造价值，而股票本身又在市场流通转让，当作交易对象进行买卖，股票价格合理反映企业的经营价值和盈利前景是市场有效配置资源的前提，可见，实体经济是虚拟经济的基础。发展虚拟经济有利于实现资源跨时空流动，扩大企业股权融资，促进企业并购重组，优化资源配置，支持实体经济发展，但股票价格一旦严重背离企业价值，就会形成泡沫，泡沫过大总是要破灭的。因此，发展资本市场，必须牢固坚持服务实体经济的宗旨，着力发挥好市场配置资源和风险管理等功能，遏制过度投机，决不能“脱实向虚”，更不能“自娱自乐”。

二要处理好发展与监管的关系。监管部门要承担促进市场发展的任务，注重发展的规模、效率与质量，这是监管部门“两维护、一促进”

职责的应有之义。但是，市场发展越快，就越要严格监管。股市异常波动警示我们，监管部门必须强化监管本位，牢固树立从严监管、一以贯之的理念，紧跟市场发展变化，保持监管定力，只有严格监管下的发展才是可持续的发展，才是高质量的发展。在我国特定的市场环境下，还必须特别关注资产价格虚高的风险。

三要处理好创新与规范的关系。创新是市场发展的不竭动力，也是增强证券基金期货经营机构竞争力的根本途径，但创新必须加强风险管理，与风险管控能力相匹配。对产品服务的创新，不仅要评估论证自身存在的风险，还必须分析对市场全局的影响；不仅要以客户需求为导向，还必须严格落实投资者适当性管理、账户实名制管理、信息系统接入管理等基础性制度，切实维护客户合法权益；不仅要考虑经营机构的经济效益，还必须要有相应的监管机制与手段跟上。要高度关注单一业务、单一产品、单一机构的风险外溢问题，制定完善系统性风险的跟踪、监测、预警、处置工作机制。创新应是全方位的，不仅是产品业务创新，还应当包括经营机制与内控机制的创新，还有监管体制机制的创新。

四要处理好借鉴国际经验与立足国情的关系。发展我国股市需要学习借鉴境外市场的有益经验，但必须从我国实际出发，准确把握我国市场的特点与规律，不照抄照搬。同时，要善于借鉴国际经验，对境外市场行之有效的做法，要知其然，更要知其所以然，真正做到以我为主、为我所用。不仅要借鉴国外产品创新的经验，也要借鉴其有效监管的经验。

四、政策建议

（一）金融监管应当告别“父爱主义”，保持中立

党的十八届三中全会指出，要坚持市场化改革的方向，划清政府与市场的边界。然而，在实际的金融监管中，“父爱主义”色彩浓厚，政府大包大揽，不信任市场的力量，害怕“一放就乱”。在“父爱主义”的笼罩下，中国金融市场的运行出现扭曲，资源配置效率不高。比如，刚性兑付迟迟不能打破、注册制迟迟难以推出等。

在防范市场风险方面，堵不如疏。应当在泡沫尚未壮大之时，引导市场力量，推动市场出清。就像堰塞湖要泄洪一样，决堤时间越早，洪水积蓄得越少，冲击力就越小。然而，在“父爱主义”思想的引导下，金融监管部门更注重“堵”，希望尽量拖延，推迟风险的爆发、泡沫的破裂，最终反而抬高了堰塞湖的水位，直到监管层无能为力，导致洪水决堤产生更大的冲击力。

本次股市异动就是如上所述的“父爱主义”的明显体现。此次股市暴跌，监管层清查场外配资是直接触发因素。监管部门从2015年1月就已经意识到配资杠杆风险，并开始着手处理。4月，监管部门再度发文要求券商不得以任何形式参与场外股票配资、伞形信托等活动，不得为场外股票配资、伞形信托提供数据端口等服务或便利。但1月和4月的两次降杠杆行动都是虎头蛇尾，最终导致风险积累并加剧了6月股市异动时的调整幅度。

前两次，监管部门中止清查配资原因可能有二。一是监管有倾向性，鼓励涨，不容许跌；二是受到了来自其他方面的压力。如果是后一种情况，监管部门应将容忍配资规模壮大的后果详细说明，并制定预案。

除此之外，在对市场操纵、内幕交易的查处中，也有“拉偏架”的嫌疑。前期股市暴涨时，不查“恶意”做多的，现在股市暴跌时，却专查“恶意”做空的。

专栏2.7 金融监管拒绝“父爱主义”

当前我国经济发展进入新常态，发展的速度、方式、结构、动力都在发生转化。这既是金融发展的重要机遇期，也是金融风险的易发多发期，对金融工作提出了更高要求。

一方面，金融业要提高服务实体经济的能力，为去产能、去库存、补短板等供给侧结构性改革提供强有力的支持。

另一方面，我国金融风险整体可控，但伴随着经济增速下调和经济结构调整，各类隐性风险将逐步显性化，面对以高杠杆为主要特征的各类风险，要坚持用改革的思维和方法解决长期性结构性问题，以外科手术式的措施化解短期风险隐患，真正使金融体系经得起经济结构性、周期性变化的考验。

要深刻吸取国际金融危机教训，把防范风险作为金融工作的生命线，牢牢守住不发生系统性区域性金融风险的底线。

党的十八届五中全会提出，改革并完善适应现代金融市场发展的金融监管框架。我们要认真贯彻落实十八届五中全会精神，加快建立符合现代金融特点、统筹协调监管、有力有效的现代金融监管框架。

在完善体制的同时，也要改革和优化监管机制。首先，要牢固树立风险思维和危机应对意识，要摸清真实的风险底数，广撒网、细捕鱼，实现金融风险监管全覆盖。其次，要进一步提高监管能力，不断完善监管手段和工具箱，运用压力测试等手段提高监管的前瞻性，打造现代化的监管队伍，着力提高监管的专业性。加强金融消费者权益保护，寓监管于服务。最后，要进一步强化行动的意愿，敢于质疑、能够说“不”，拒绝监管上的“父爱主义”，提高依法监管的执行力。

从长远看，我国应在充分借鉴国际经验和教训的基础上，积极构建系统性风险防范的长效机制，不断建立并完善系统性风险监管的法律制度、机构安排、技术工具等，构造现代化的金融监管治理体系。

[摘自刘鹤为《21世纪金融监管》（中文版）所作序言]

（二）加强投资者教育，减少股市异动的发生

我国市场结构中散户化严重，且这一市场结构短期内难以改变。长期以来，我国投资者教育缺乏，导致的结果是投资者异常脆弱，要求政府包办一切，从而间接导致监管“父爱主义”的延续。且投资者由于身处监管层“父爱主义”的呵护之中时日已久，更难摆脱“父爱主义”的惯性思维，对监管层的要求越来越高，不利于成熟投资者的培养和资本市场本身的健康长远发展。

由于股市被认为是全民共享改革和发展红利的重要工具，因此提高投资者门槛并不现实，但要求投资者摆脱对监管依赖的原则却应当坚持。因此，应当强调投资者适当原则，教育投资者风险应当与收益相匹配，尤其是加强其对杠杆投资的风险意识。通过投资者教育加上监管“父爱主义”本身的改变，带来资本市场投机风气的消退，有助于正常的以投资为主导的市场的形成。且投资者本身风险意识的提高，会使其更多地选择以将资金委托给机构投资者的方式来参与资本市场，有助于机构投资者的培养，也更加有利于以投资为主体的市场的形成。

（三）救市决策中，应区分正常波动与异常波动

波动是市场运行的一个部分，并不是所有波动都是异动，应当区分正常与异常的市场波动，这是监管层救市的前提。正常波动中救市易导致对被监管对象的纵容，而异常波动中若放弃救市则容易诱发系统性金融风险。判断资本市场波动是否在正常波动范围内，前提条件是监管层需要掌控更多的关于资本市场的原始数据，以便做出合理的判断。2015年的股市异动所暴露出的一个关键问题是：由于对杠杆原始数据的缺乏，导致监管层在救市的过程中陷于被动，初期不能判断股市是否出现

异动，后期政策也词不达意，干扰了救市效果。

对于区分正常波动与异常波动的标准，有多种角度。第一，在经济不过热甚至是下行的情况下，大幅超越全球其他市场的表现后出现的股市波动，此时风险往往较高；第二，整体市场高杠杆背景下的市场波动，会带来较大的金融系统性风险，应当属于异常波动；第三，是否导致对其他金融资产的传染效应，尤其是短期资金利率的变化。短期资金利率是短期流动性风险的重要表征，因此也是异常波动传染性的重要衡量指标。以亚洲金融危机的实例来看，多重资产的具有逻辑关联的波动的叠加背后，往往潜藏着较大的金融风险。

专栏2.8 对近期股市动荡的认识与对策建议[注]

2015年7月9日之后，股市进入新一轮快速上涨，市场曾认为“救市”已经取得成功。但7月24~28日股市再度暴跌，累计跌幅达15%，其中27日上证综指单日下跌8.48%，创八年来最大跌幅。市场怀疑“股灾”是否又来了，救市是否重启也开始被讨论。

1.“7.27”暴跌不同于6月“股灾”，近期救市的必要性较低

杠杆程度不同。“股灾”开始时，两融中融资余额高达2.2万亿元，而“7·27”暴跌时场内融资余额仅为1.4万亿元；“股灾”时市场预计配资公司规模5000亿元左右，而“7·27”暴跌时市场估算配资公司规模仅为百亿数量级。“股灾”的重要因素之一是去杠杆引发的强平，出现“股市下跌→强制平仓卖出股票→股市下跌→强制平仓卖出股票→……”恶性循环。而本次暴跌仅仅是“资本利得预期”发生了变化，即投资者情绪和心理的变化，特别是羊群效应、追涨杀跌显著。这一暴跌因素并不牢固，很容易由于触及“政策底”、监管层喊话等停止。事实上，在“国家队”几乎没有出手的情况下，市场于7月28日自发反弹。

流动性不同。股灾最严重时出现了流动性危机，即股价快速达到跌停板，股票无法成交，再加上过半数公司停牌，市场接近休市。直观的表现是成交量急剧萎缩，最严重时深圳成指仅成交2000亿元（7月7日），而常态下成交量在5000亿元左右。“7·27”暴跌时并未出现大量板块快速跌停，而是在不断的成交中缓慢下跌，同时停牌公司很少。在成交量上，7月24~28日较之前的交易日成交量有所放大。“股灾”时的流动性危机意味着市场信心崩溃，投资者一致预期股市将继续暴跌，表现为单边下跌；而“7·27”暴跌则表明市场分歧很大，有卖出也有买入，表现为宽幅震荡。

救市的目的并不是托底指数，而是为了打破由于去杠杆、情绪恐慌导致的单边暴跌，是对市场失灵的干预。“7·27”暴跌并不具有股灾的特征，因此，近期救市的必要性大大降低。但这并不表示政府可以作壁上观。回顾“7·27”暴跌的起因，是证监会继续清查场外配资和证金公司救市资金退出两个传闻，而这两个因素都是政策面因素。关于清查场外配资，建议公布目前剩余的配资规模，明确清查的目的是避免增量，而不是为了打压股市。关于退出救市，从国际经验来看，平均退出时间在2~3年，现在就讨论救市资金退出的问题为时尚早。此外，中国金融市场造谣成本太低，例如证金公司仅仅是归还没有使用的资金，而市场可以传为救市资金已经退出。政府应当严厉打击造谣，抓几个典型案例给市场敲响警钟。

2.进一步完善后续的救市预案

中国股市并非高枕无忧，市场情绪仍然十分脆弱，仍存在非理性暴跌的风险。根据树立危机应对和风险管控意识的要求，做好后续的救市预案十分必要。后续救市的关键有两个：一是什么时候救，二是怎么救。由于何时救的问题更为复杂，因此，先讨论怎么救的问题。

第一，对外宣布成立国务院层面的应急小组，统一协调“一行三会”“两部”（财政部、公安部）。既然股市动荡已经涉及金融系统风险和国家整体经济战略，就应该由国家层面来解决。国家充当最后贷

款人，对于稳定市场信心有极大的作用。1993年时任国务院副总理朱镕基兼任央行行长，采取一系列治理整顿金融秩序的有力措施，成功实现了中国经济的软着陆。

第二，可考虑临时休市，用时间换取空间。临时休市可以避免在短期之内造成无法挽回的损失，也为稳定市场情绪、积极寻找对策争取时间。同时，需要考虑临时休市对外汇市场和香港市场的冲击，由国家给予全力支持。

第三，在现货市场实行T+0交割，考虑放开涨跌停板的限制，设计熔断机制。T+1对于稳定市场、抑制投机的作用很小，反而更容易导致市场恐慌。涨跌停板的限制是导致流动性危机的根源，如果没有涨跌停板，那么股票总会以一个价格卖出去。但放开涨跌停板可避免流动性危机，却可能导致股市短时间内跌至无法承受的程度，为此可考虑放大涨跌停板的幅度，同时设计熔断机制，避免瞬间崩盘。

第四，明确合法与违法的边界，严厉打击违法犯罪行为。维护“三公”，打击违法犯罪是维护市场稳定的必要条件。在一个谣言满天飞、坐庄普遍的市场中，很难有稳定的情绪和预期。根据现行法律，打击恶意做空并非不可，但需明确什么叫恶意做空，什么仅仅是恐慌性抛售，什么又是正常做空。此外，没有暴涨就不会有暴跌，通过市场操纵、内幕交易导致的股价飙升也应该作为打击的重点。

3.根据市场特征来判断救市的时机是更为可行的做法

理论上讲，救市有三个时间窗口，一是高于市场合理估值水平，二是接近市场合理估值水平，三是低于市场合理估值水平。三者相比，救市难度依次减小，造成的道德风险依次减小，对宏观经济和金融体系造成的损害依次增大。

但这里有两个问题：一是在高于合理估值水平救市是否合理？如果政府在高于合理估值水平的基础上强力救市，则即使股市上涨也只是“人造牛市”和“国家牛市”。从国际经验来看，“国家牛市”最终均以

暴跌回原点结束，无一例外。因此，最可取的是在市场合理估值水平之下救市，这样救出来的是一个相对健康的市场。考虑到救市政策不可能立即见效，在合理估值水平附近开始救市可能更为现实。二是如何判断合理估值水平是多少？这实际是不可能的。市场尚且无法得知合理估值在哪里，政府更加无法得知。一旦政府错误估计了合理估值水平，则可能导致救市徒劳无功、引发道德风险等。因此，根据市场估值水平讨论救市方案具有理论上的意义，为救市提供有益的思考框架，但操作上难度较大。

根据市场特征来判断救市的时间窗口应当更加可行。如前面提到的，“股灾”表现为去杠杆和情绪崩溃下跌单边暴跌，这显然是一种非理性暴跌，因此政府救市干预是必要的。而“7·27”暴跌表现为市场多空双方激烈交火，市场流动性并未消失，救市的必要性就不大。如果再度出现情绪崩溃下的单边无量下跌，以及出现流动性危机，则应当果断出手救市。

如果股市表现为多空双方激烈交火过程中，做多方节节败退，股市进入慢熊，在这一过程中市场没有情绪崩溃，也没有单边暴跌，政府是否应当救市？我们认为，从市场化和长期利益的角度，政府不应当救市，因为这属于正常下跌，市场并未失灵。这种情况下，政府的干预从长期来看是无效的，例如2008年的救市只是延缓了下跌的速度。

4.救市资金退出需要遵循的原则

救市的主体机构证金公司不应当成为市场的交易主体，退出应当以场外交易为主。证金公司购买股票并非正常的市场交易行为，而是一种危机管理措施，因此，不应当成为正常情况下的市场交易对手方。否则，证金公司资金量巨大，而其行为受政策而非市场决定，投资者被迫用政策思维思考股市走向，这将导致股市的“政策市”特征更加明显，而距离理性和成熟越来越远。

救市时政策要高度透明，但救市资金退出时要不透明。救市时，

信心比黄金重要，而信心的来源是强有力的救市预期。救市政策高度透明，投资者才能相信政府救市能够成功，使得救市成本降至最低。救市资金退出则恰恰相反，避免投资者将救市资金退出的条件（如明确退出的股指点位或者时间）作为股市的重要决定因素，从而对正常的市场运行产生干扰。

救市资金退出宜采用场外交易和化整为零的方式。对于证金公司持有的不同股票，可以分类处理，蓝筹股等可以场外交易给社保等机构，而高估值股票可以场外交易给高风险偏好的基金等机构。场外交易过程要“少量多次”，总退出时间要拉长至三年甚至更长，以对市场造成的干扰最小为最高目的。在救市资金退出之前，证金公司不应当承担业绩考核压力，而应将对市场造成的干扰程度作为考核标准。

（管涛、邓海清）

（四）应当研究建立异常波动应对的相关机制，增加救市决策的透明度

此次的异动中，我国各个监管机构相互之间的应对较为不协调，导致救市对策见效慢且投入高、效益差。为此，首先，应当加强各个部门之间的沟通与协调，增强救市过程中的一致性。其次，应当建立市场异常波动处置预案，明确什么情况下应当救、什么情况下退出、怎么救、救什么等关键问题。最后，加强决策过程的透明度，明确救市负责机构，增强救市效率和可靠性。

相关人士认为，监管机构应当增加决策应对，这有助于明确责任机构和责任人，减少决策的随意性。课题组认为，对于救市决策，应当有明确的负责人和方案，负责人应当进行公开，减少随意性以及便于问责，减少金融系统性风险爆发的可能性。但救市方案的公开则意味着明确给予投资者套政策的利的机会，反而有可能酿成更大的金融系统性风

险，因此虽然应当建立完善的救市方案，但应当予以保密。

---

1. 格·卡普里奥，詹·A·汉森，帕·郝诺汉.金融自由化的利弊［J］.丁慧，译.经济社会体制比较（双月刊），2002（3）.
2. 林蔓.“救市”暗藏道德风险:“公平”与“对称”存疑［J］.股市动态分析，2015（30）.
3. 彭博社.政府救市增加A股道德风险，转引自华尔街见闻，http://wallstreetcn.com/node/220957.
4. 张勇.救市还是“救市”：道德风险阴影与救市异化，腾讯财经，http://finance.qq.com/a/20081030/003445.htm.
5. 邓海清，管涛.进一步完善股市的后续救市预案[N].21世纪经济报道，2015-08-19.

第四节
结语

在股市异动中，流动性匮乏与股市下跌相互促进造成的“流动性螺旋”是救市应当解决的主要问题。挽救市场流动性、货币政策的总量宽松、调整监管政策以弥补监管空白是常见的救市政策组合，分别为短期、中期和长期的举措。在救市政策的退出路径考虑上，也需要遵循从紧急流动性到长期流动性再到利率的顺序。

在2015年股市异动发生之后，我国政府部门采取了多种措施进行救市。政府的救市不能说完全成功，但此次救市却为我国的金融监管和将来的救市提供了很多可资借鉴之处。

首先，何时需要救市。判断是否救市的指标包括：一是股市异动是否会导致金融系统性风险；二是市场下跌是否非理性，是否单纯通过市场本身的力量不能解决；三是维稳的需求是否与救市密切相关；四是政府要考虑决策时的制约因素。

其次，此次救市中出现了很多问题，也给予了我国政府在将来应对类似情况的一些经验教训，如救市时要选择受灾严重的中小盘股而不能只关注大盘蓝筹股，不应在指数高点救市，救市应当有事先预案，应该偏向更市场化的方向而避免政府过多的行政干预，同时救市退出择时要慎重，以免造成恐慌性影响。

最后，此次救市也为我国的金融监管的发展提出了一些建议。如从市场建设的角度，金融监管部门应当去除“父爱主义”，保持中立，同时需要加强投资者教育，减少异常波动的发生发展。从救市决策的角度，

必须区分正常波动与异常波动，对于高杠杆、逆经济周期、传染性强的波动，由于其潜藏较大的金融风险，应当进行救市，同时应当研究建立异常波动的应对机制，增加救市决策的透明度。

第三章
评估股市异常波动的影响

从“大萧条”到“失去的二十年”，全球主要发达国家的实例无数次地证明，资本市场的异动不仅对资本市场的发展本身，也对一国的金融稳定和经济增长产生举足轻重的影响。但并非所有的股市异动都会引起金融海啸，因而也无须过度悲观。课题组认为，中国2015年的股市异动中，由于房地产市场并未受到太多波及等原因，远未到爆发金融系统性风险的边沿，因而中国经济算是有惊无险。

第一节
股灾影响的国际经验

一、1929年美国股灾的影响

1929年的股灾是美国经济“大萧条”的导火索和重要组成部分，影响波及整个世界。此后，美国和全球进入了长达10年的经济大萧条时期。此后，经过罗斯福新政和第二次世界大战对经济的刺激，美国股市直到1954年才回到股灾前的水平。

这次股灾彻底打击了投资者的信心。人们闻股色变，投资心态长期不能恢复。股市危机、银行危机与整个经济体系的危机，是相互推动的恶性循环，股市暴跌后，投资者损失惨重，消费欲望大减，商品积压极为严重。同时，股市和银行出现危机，使企业找不到融资渠道，生产不景气，反过来又加重了股市和银行的危机，令国民经济雪上加霜。由于美国在世界经济中占据着重要地位，所以美国的经济危机又引发了遍及整个资本主义世界的大萧条：5000万人失业，无数人流离失所，上千亿美元的财富付诸东流，生产停滞，百业凋零。

此次股灾对美国证券监管体制也产生了重大影响。纽约股市崩溃后，美国参议院即对股市进行了调查，发现有严重的操纵、欺诈和内幕交易行为。1932年银行倒闭风潮，又暴露出金融界的诸多问题。此后，罗斯福政府对证券监管体制进行了根本性的改革。推出了《格拉斯-斯蒂格尔法案》，确定了分业监管的原则，建立了一套行之有效的以法律为基础的监管构架，重树了广大投资者对股市的信心，保证了证券市场此后数十年的平稳发展，并被世界上许多国家所仿效。经历了大混乱与

大崩溃之后，美国股市终于开始迈向理性、公正和透明。

二、1987年美国股灾的影响

1987年10月，纽约股市暴跌，使大量工人失业，极大地影响了消费和投资，进而影响并减少了国民收入。

对消费的影响。这次股市暴跌，削弱了美国人的购买力，使消费水平有所下降并直接影响到生产。在美国，直接从事股票投资的人占全国人口的1/4，分布在购买力最强的年龄层次。股市的暴跌使这些依靠股票红利、股息和投资股票获取利润来安排生活的人受到沉重打击。短短一年内，美国的私人消费开支减少约500亿美元，使五年来以股市为推动力以消费为主导的美国经济出现了转折。

对投资和失业的影响。股市暴跌给美国经济带来的潜在威胁集中在投资领域。美国企业需要依靠外国资本扩大投资，政府也需要利用外资来弥补财政亏空。1987年上半年，外资在华尔街购买了约2000亿美元的股票，在此次股市暴跌中元气大伤，信心严重受挫。国内投资者也心有余悸：许多企业因股价下跌，不敢再发行新的股票；一些企业的生产规模受到抑制，放慢生产速度已成定局。企业缩减生产规模，使大量工人失业，生活水平大幅下降，引发了严重的社会问题。

对金融市场的影响。股市下跌使投资者把购买债券看作更安全的投资，股市下跌引起债券市场价格上升。10月20日上午美国30年期的国债价格上升了12点。股市下跌对国际市场一般初级产品的价格和贵金属的价格的影响也有所表现。纽约股市暴跌的当天，黄金价格即涨到近5年来的最高水平；与此同时，在伦敦金属交易所，铜、铝、铅、锌等贱金属的价格下跌。股市下跌也对房地产行业产生了重要影响。

对全球市场的溢出效应。1987年10月19日被称为“黑色星期一”，东

京股票交易所的开盘锣声余音未落，股票价格便直线下跌。日经225指数下跌了620点，跌幅达14.9%；香港恒生指数下跌421点，跌幅达11.3%，创历史单日下跌最高纪录；新加坡海峡时报指数下跌169点，跌幅达12.4%；澳大利亚所有普通股价格指数下跌80点，跌幅达3.7%；英国FTSE30指数下跌183.7点，跌幅达10.1%，FTSE100指数下跌249.6点，跌幅为10.8%，投资者损失达500亿英镑。此外，巴黎、法兰克福、斯德哥尔摩、米兰、阿姆斯特丹等股市均有6%~11%不同程度的下跌，形成全世界范围内的股市冲击波。面对席卷全球的股市狂潮，各地政府震惊之余迅速采取了一系列救市措施。香港股市宣布停市4天，前联邦德国宣布降低证券回购率，七国集团会商如何向金融系统提供流动资金。

对证券监管体制的影响。1987年股灾过后，在1988年2月，美国推出了熔断机制，以遏制股市的非理性暴跌。

三、1990年日本股灾的影响

1990年日本股市泡沫破裂对日本经济的影响，堪比美国1929年的大萧条对美国经济的重创。在此后的20年，日本经济再未重现昔日的辉煌，36718点的高位也成为日经225指数不堪回首的记忆。股灾后的衰退体现在经济的各个层面。

（一）股市和房市泡沫破裂

1990年海湾战争爆发，成为石油完全依赖进口的日本的股市崩溃的导火索，当年日经225指数跌幅达38%，并从此一发而不可收，1992年跌破20000点，2003年跌破10000点，2008年10月跌破7000点，创日本股市26年新低，相对此前的峰值跌幅已达80.95%。证券业空前萧条，并由此导致证券业的大合并。1991年股市大幅下调之后的两三年中，股票市

场的证券交易量只有以往的20%，主要靠手续费生存的200多家证券公司入不敷出。1992年很多大公司的财务赤字在400亿日元以上。1992年6月19日，日本议会通过金融制度改革法案，并于1993年4月1日开始执行。新制度规定银行、证券公司可以相互收购，业务也可以相互交叉，这样就可以由实力雄厚的大银行、大证券公司来挽救濒临倒闭的中小证券公司。新制度还极力鼓励外国资本进入日本市场。与此同时，日本房价急剧下跌，1994年东京、大阪等主要城市的房价跌幅达50%，2004年房价最高跌幅达70%。

（二）经济陷入困境，企业大量破产

1990年后，日本经济进入漫长的低增长时代，“黄金时代”一去不返。1975~1990年，日本GDP年均增长率为4.1%，而美国同期仅为2.7%。而1990~2000年，日本GDP年均增长率仅为1.6%，而美国同期却高达3.1%。泡沫膨胀期间，民间设备投资和住宅投资已经饱和，政府投资的增长已达极限，泡沫破灭后，经济形势急转直下，立即出现设备投资停滞，企业库存增加、工业生产下降、经济增长缓慢的局面，中小企业处境艰难。20世纪90年代初至1995年，日本经济一直未出现正增长，长期回升乏力。经济低迷导致企业负债规模大幅上升，破产企业数量逐年攀升，失业率高居不下。从长期资本收支盈余的角度来看，日本由20世纪80年代的资本输出大国戏剧性地变成输入大国。由于国内资金紧张，许多20世纪80年代大肆扩张海外地盘的日本企业纷纷抽资回逃。

（三）金融机构不良债务剧增，信用等级普遍下降

1990年以后，日本金融机构盈利水平直线下降，不良债务率呈明显的递增态势。据早稻田大学西村吉正教授统计，20世纪90年代日本共有182家金融机构倒闭，约占全部金融机构数量的20%。银行坏账比率从1990年的不到1%上升至1999年的6.1%，2002年最高达到8.4%。1992年

至1994年，有90家银行的信用评级被下调，11家主要商业银行1994年的税前利润下降超过90%。在倒闭的金融机构中，不乏曾经大名鼎鼎的山一证券、北海道拓殖银行等，而且在大银行之间发生特大合并的事件。日本银行不仅在国际市场上的信誉等级大为降低(按照美国穆迪投资服务公司评定的商业银行长期存款资信等级，日本的三菱、第一劝业、住友和富士银行在1989年时均为最高级别AAA级，而到1993年时则降至AA3级至A1级不等。标准普尔公司也先后下调了东京、三和、三菱、住友和樱花等日本银行的长短期资信等级。1995年的评级中，三菱、东京、三和得级“C+”，第一劝业、富士、住友等10家大银行仅得“D级”，50家日本银行没有一家获得“A级”)，而且海外筹资成本升高。1995年8月30日，兵库银行破产消息公布后，日本大型商业银行在伦敦的筹资利率必须增加0.125%，一般商行则必须增加0.1875%，有时甚至更高。

经济低迷还直接影响到日本政局的稳定，尤其在1993年以后，政府更迭如走马观花，由于缺乏持续的经济政策，导致日本经济形势更加恶化。

需要辨别的是，日本经济“失去的二十年”并非全是1990年股灾的结果，但是1990年的股灾是导火索，在客观上起到了推波助澜的作用。

四、2000年中国台湾地区股灾的影响

台湾岛内民间投资意愿降低，导致经济增速显著下降。由于台湾股市持续下跌，投资者信心下降，资本市场融资困难，民间投资意愿降低。2000年5月以来，台湾民间观望心理浓厚，重大投资案明显趋向停滞，每月均呈现60%以上的巨幅衰退，5月及6月的单月民间重大投资案金额分别只有103亿新台币及182亿新台币，仅为1999年的15%。而7月上报的重大投资金额更是不到100亿新台币。企业投资大幅萎缩将是台湾经济长期发展的一大隐患。2000年11月25日，台湾“主计处”表示，将

2000年经济增长率从6.73%再次下调至6.47%；2001年全年的经济增长率也从原定的6.48%下调至6.03%，2001年民间投资增长率预估仅有5.9%，与2000年的17%相去甚远。[注]

岛内民众消费意愿下降。据国民党民调显示，有77.%的受访者表示理财投资净额从“5·20”以来有明显减少，66.7%之受访者表示在股票上亏蚀比率最高，其中22.6%的受访者表示，已赔光所有积蓄，不可能再赚回来，全民财富平均每人缩水23万新台币，民间消费将受到局限。

金融业问题更加严重，银行业坏账问题凸显。亚洲金融危机后，台湾金融机构坏账金额不断攀升，2000年台湾金融体系状况持续恶化。到2000年6月，岛内至少有50家金融机构濒临破产。在排名前100名的金融机构中，有17家亏损，其中亏损超过11亿~20亿新台币的就有13家。这100家金融机构的整体营业收入增长率仅为3.59%，较前两年的12%和14%大幅下降。金融犯罪也呈上升趋势。[注]截至2000年9月，台湾银行等七大公营银行的坏账总额已高达3541.9亿新台币，平均坏账比率达5.26，均创历史新高。股灾中，当局救市举措不仅未有明显成效，反而给公有资源造成惨重损失，四大基金和“国安基金”浮亏严重，被深度套牢。同时，2000年3月18日以来，台湾当局组织十家银行斥资投股，企图救市，但都无济于事，反而增加银行业的呆坏账，进而增加了金融体系的风险。

由于台湾股市的持续下跌和美国等主要股票市场的波动，外资流入放慢，甚至开始抽资出逃。据台湾证期会统计，QFII于2000年7月卖超台股126.68亿新台币。整体外资9月8日卖超31.8亿元，9月9日尤其以FTSE成分股中的金融股为主要卖超标的外资仍卖超30多亿新台币，使外资卖超已逾百亿新台币。外资法人2000年9月9日左右已汇出相当于百亿新台币资金。外资的大量抽逃又反过来加剧了股市波动。[注]

五、1997~1998年中国香港地区股灾的影响

在1997年的股灾中，香港政府被迫提高利率以应对港币贬值，维持联系汇率制度，对股市和楼市造成巨大打击。1997年香港回归前的楼市被极度高估，很多人在股市暴跌的打击下，再加上贷款利率升高，付不起银行贷款利息，纷纷脱手楼房，于是楼价随之跳水，对香港的经济造成很大打击。股灾后，香港楼市在短短一年内，大跌七成，超过10万名业主成为“负资产”，在很长一段时间里，楼市都未能恢复元气，整体楼价只有1997年的60%，并仍有逾6000名业主未脱离“负资产”之列。

另外，当时港元的汇价相对于亚洲已经贬值的货币明显偏高，香港产品出口和香港的旅游、零售业也受到影响。这就不可避免地造成通货紧缩、需求下降、失业增加和市场萧条，整个经济一时间处于严重的衰退局面。

国际市场对于港府行政干预市场、亲自下场参与的行为褒贬不一，但政府直接参与的行为，使港股市场在西方人眼中的一个自由市场的形象，受到极大的毁坏，吸引西方外资的融资魅力受到了削弱。

六、各经济体股灾影响的异同

无论是中国股市还是其他国家和地区，股灾发生后，都会对金融市场产生巨大冲击，进而对国民经济、居民收入产生影响，甚至波及全球。不过，由于各国和各地区的经济体量、金融市场成熟和开放程度、发生股灾时的经济环境等存在差异，股灾产生的影响也有很大不同。

美国的金融市场以直接融资为主导，股票投资在居民资产配置中占比很高，因此股灾对国民经济和居民消费能力的影响非常直接，这一点与中国香港地区、中国台湾地区、日本等东亚经济体有差异。同时，由

于美国在整个资本主义世界的核心地位，美国股灾对全球的外溢效应也远远高于其他经济体。但美国1929年和1987年的股灾依然存在很大不同。1929年所有西方国家都出现了严重的经济危机，股市的暴跌是危机的一个重要反映，并与整个经济危机形成了负反馈机制，但不能说此后的大萧条就是股灾引起的。同时，由于胡佛政府秉承自由放任的政策，并未积极救市，以致整个股市长时间地持续低迷，影响深远。1987年的股灾虽然来得突然，但由于当时经济基本面较好，政府也出台了相应救市措施，股灾对整体经济的影响较小，持续时间也短。

日本1990年的股灾与美国1929年股灾颇有相似之处，都是经济深层次问题在股票市场的体现。由于日本政府救市迟缓，直到1997年东亚金融危机之后才正视股市问题，导致股灾延续时间极长。

香港股市与台湾股市由于体量较小，所以资金炒作更为容易。香港1997~1998年股灾主要是由于国际游资攻击造成的，在台湾2000年股灾中，外资也扮演了重要角色。同时，由于股市体量小，政府救市的手段也与美国、中国大陆等主要经济体不同。比如，港府在救市中可以通过直接拉抬股价和增持股票的方式来打击投机，而A股市场体量巨大，则拉抬蓝筹股股价及大盘股指的方式未必能够真正挽救股市，更需讲求救市策略。

专栏3.1 什么样的“股灾”会导致金融危机和经济衰退？

回顾历史上的著名“股灾”，大体可分为两类：一类是单纯的“股灾”，另一类与实体经济或房地产密切关联。第一类的典型案例是美国1987年股灾、美国2000年前后的互联网泡沫，第二类的典型代表是日本1990年的房地产和股市崩盘、美国2008年次贷危机和股市崩盘。

两类“股灾”的影响是截然不同的：第一类股灾往往不会引发系统

性金融风险，也不会导致实体经济进入长期衰退，其对实体经济的影响更类似于“脉冲冲击”；第二类股灾往往会导致金融体系全面受损、实体经济陷入长期衰退，如1990年的日本和2008年的美国。

目前，国内外主流观点均从是否损害银行资产负债表出发，来判断金融系统性风险与实体经济衰退的可能性。对于第一类股灾，银行体系的资产负债表并未受损，因此影响较小，而第二类股灾银行资产负债表萎缩，因此影响较大。

但是，事实可能并非如此。按照银行资产负债表衰退的逻辑，危机之后应当出现的是银行丧失贷款能力，实体企业融资成本上升，事实却恰恰相反，日本、美国危机之后实体企业融资成本显著下降，大量资金堆积在银行账户，表明实体经济资金需求萎缩是问题的关键。

两类股灾影响不同的更可能的原因在于，究竟是“股权危机”还是“债务危机”，以及实际受损部门是谁。举例而言，日本1990年的房地产和股市崩盘，主要体现为债务危机：在崩盘之前，大量企业通过债务融资购买房地产类资产，房地产和股市崩盘之后，企业购买的资产价格下降，企业因资不抵债而被迫破产，导致企业生产、消费、投资下滑以及居民失业。

再以美国次贷危机为例，次贷危机之前，居民部门大量借贷投资房地产，次贷危机之后房地产崩盘，居民部门购买的资产贬值，而需要偿还的债务不变，导致大量低收入居民破产。低收入居民边际消费倾向较高，低收入居民破产导致全社会消费水平大幅下降，进而导致实体经济衰退。

而第一类“股灾”则是单纯的“股权危机”，“债务危机”的成分较小。“股权危机”的特点是，股权投资双方分担股市暴跌的影响，而不会像“债务危机”一样导致某一部门资产负债表破产。具体而言，对于股权融资的企业来说，股市暴跌不会导致企业破产，因为企业不需要偿还之前的融资；对于投资人来说，多数投资者的资金为不影响生活的多余资金，同时做好了本金损失的准备，因此股市暴跌对投资者的

影响也较小。当然，如果大量股市投资者通过杠杆投资股市，则可能导致投资者破产，进而产生类似“债务危机”的效果，这类投资者的多寡是决定股灾影响大小的关键。

美国1987年股灾基本不涉及债务问题，因此美国经济基本只是受到了脉冲影响。美国互联网泡沫也是如此，高科技企业多通过股权融资，因此股市泡沫破裂的结果仅仅是部分投资机构和高科技企业受损或破产，难以影响传统行业乃至社会整体的投资、消费，大多数居民的就业，因此其对实体经济的影响要远小于日本1990年和美国2008年。但是，与1987年相比，互联网泡沫与实体经济关联程度更大，因此对美国经济的脉冲影响也更大且持续时间更长。

回到中国，2015年的股市异动更多地体现为“股权危机”，而不是“债务危机”。尽管中国存在部分股市杠杆投资者，但是并非股市投资者的主流。按照本文的分析框架，中国此轮股市异动属于第一类“股灾”，因此对金融体系和实体经济的影响较小，类似于短期脉冲影响。结合中国实际，股市暴跌并未导致大量上市公司破产，因此这一脉冲的程度应当远低于美国互联网泡沫，与美国1987年股灾更为类似。

（陈曦）

1. 台湾“主计处”统计资料，2000年11月25日。
2. 新华社香港电.台湾至少有50家金融机构濒临破产，2000-06-02.
3. 王海东.2000年台湾股灾对海峡两岸经贸关系的影响［J］.财贸研究，2001（1）.

第二节
中国股市异动对金融体系的影响

一、对金融市场的影响

（一）对国内商品期货市场的影响

股市异动对商品期货的主要影响渠道是：第一，股市暴跌影响市场情绪，商品期货多头作为风险资产受损；第二，股市暴跌影响中国经济，从基本面角度利空商品期货。理论上讲，两种渠道均表明，股市暴跌将导致商品期货下跌。

事实上也是如此。原油、煤炭、螺纹钢等工业品价格与股指走势最为一致，原油价格的表现尤为明显。股灾前，从2015年3月起，伴随股市的大幅上涨，原油价格从50美元/桶的均衡位置一路上行到60美元/桶以上。

但股市异动导致了这种形势的逆转，6月26日股市第三波暴跌确认A股拐点后，原油与股市呈现一致性暴跌，最低下行到26美元/桶，最高跌幅高达56%。农产品期货中，除了黄玉米因持续徘徊在2011年以来高位而受到较大打击外，其他品种下跌幅度较股指更为和缓，但总体下行趋势是一致的。

从期货成交量看，股市异动之后，黄玉米期货成交量持续放大，豆粕期货在6月25日至8月28日间成交量显著抬高、铁矿石期货成交量整体抬升40%左右。工业品中，螺纹钢的成交量在6月24日至7月8日显著放

大，且成交量达到2000年以来最高值。铁矿石、动力煤、阴极铜等其他工业品成交量也在此期间有所放大，只是放大程度没有如此显著。7月8日恰逢A股做空机制变化导致股市流动性枯竭之时，显示股市异动导致流动性风险时期其对期货市场必有干扰。

（二）对国内外汇市场的影响

股市异动对汇率市场的传导渠道是：中国股市暴跌利空中国经济，同时打击投资者对中国的信心，因此人民币存在贬值压力。

考察股市异常波动对汇率的影响，需要剥离“8·11”汇改的影响。“8·11”汇改改变了人民币中间价定价机制，开始参考上一日即期汇率收盘价，在存在贬值压力情况下，导致了人民币的连续大幅下跌。

因此，考察股市异常波动对汇率的影响需要集中于“8·11”汇改之前。我国境内尚无外汇期货，股市暴跌对外汇市场的影响主要是通过现货市场和香港的离岸远期市场。以在岸人民币和离岸人民币的汇率看，在“8·11”汇改之前，汇率波动非常小。从外汇市场成交量看，股市暴跌之后，7月和8月外汇市场成交量持续攀升且远期市场成交增幅更大。7月外汇市场即期成交环比增长27.3%，远期成交环比增长26.2%；而8月即期成交环比增长56.1%，远期环比增长87.3%。宏观数据上看，2015年7月资本流出就开始加速，7月和8月外汇储备分别流失425亿美元与939亿美元，分别环比多流出252亿美元与514亿美元。

以上数据表明，在“8·11”汇改之前，我国外汇市场承担的压力已然很大，中国股市的巨幅震动是外汇储备流失的重要原因。

（三）对国内货币市场的影响

股市异动影响货币市场的影响渠道较为复杂：第一，股市暴跌将导致市场风险偏好回落，流入股市资金减少，因此货币市场资金供给增多

而需求减少，所以货币市场利率下降；第二，股市暴跌导致人民币贬值、资本外流，这使得货币市场资金供给减少，所以货币市场利率上升；第三，股市暴跌导致政府救市，央行通过包括降准在内的多种方式释放流动性，所以货币市场利率下降；第四，股市暴跌时机构难以抛售股票，因此存在流动性压力，对货币市场资金需求增加，所以货币市场利率上升。

考察股市对货币市场的影响，难度很大。主要原因是货币市场利率受股市影响较小，而受其他因素影响较大，特别是：第一，季节性因素的影响，包括季末货币市场利率上行，以及下半年利率通常高于上半年；第二，央行对货币市场利率调控的影响，随着央行价格型调控成为主要方式，货币市场利率由过去的大幅波动变为围绕央行基准利率的窄幅波动。

2015年6月末股市暴跌初期，银行间货币市场出现较明显的上行，R007上行幅度在50~100bp附近。从时点上看，确实是在股市暴跌发生时，出现货币市场利率上升，因此可以认为股市暴跌对货币市场产生了脉冲冲击，对交易所货币市场的短期冲击影响更大。在6月末，叠加季末效应，加大了货币市场利率上行，但是总体而言扣除季末因素之后，股市暴跌对货币市场利率的影响幅度并不大（见图3.1）。

7~8月，银行间货币市场利率的中枢性上行，隔夜回购利率中枢较股市暴跌之前上升了50~100bp，7天回购利率上行了50bp左右。但是，并不能认为这一变化是股市暴跌所致。如前所述，一方面，由于季节性因素下半年货币市场利率高于上半年；另一方面，2015年下半年开始央行对货币市场利率调控力度明显增强，2015年8月至2016年4月隔夜和7天回购利率中枢基本未变，稳定在央行逆回购利率附近（见图3.1）。

从交易所货币市场来看，基本趋势与银行间一致，但是7~8月交易所货币市场利率是低于股市暴跌之前的，表明在流动性冲击结束之后，风险偏好下降导致资金需求减少成为主要矛盾。在9月之后，交易所货

币市场利率回升至正常水平，且与银行间货币市场趋同，表明股市暴跌的影响基本消失（见图3.1）。

因此，股市暴跌对货币市场影响的基本结论是：第一，在股市暴跌初期，由于流动性压力导致货币市场利率上行，但上行幅度有限；第二，流动性冲击结束之后，对交易所货币市场而言，风险偏好下降、资金需求减少是主要矛盾，导致交易所货币市场利率较股市暴跌之前中枢性下降，但银行间市场没有这一效应；第三，在8月之后，银行间和交易所货币市场均受央行利率调控影响为主，股市对货币市场的影响可以忽略不计。

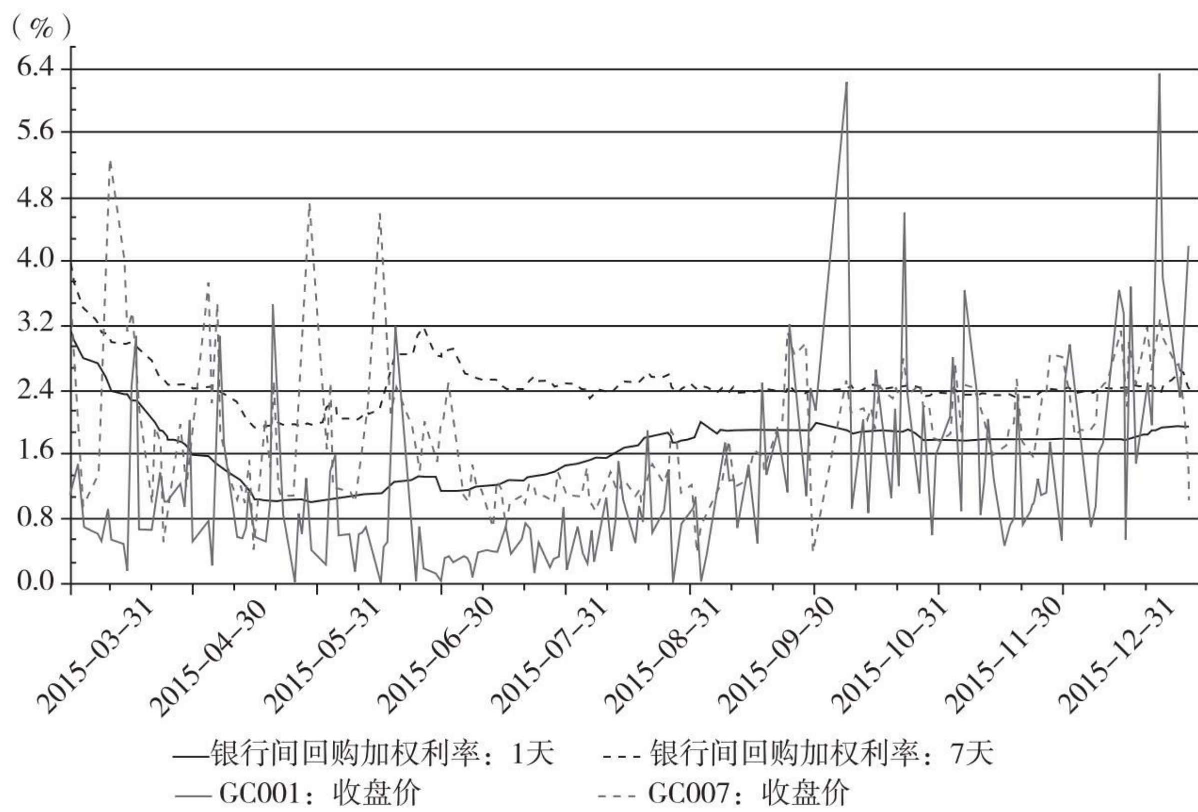


图3.1 银行间和交易所货币市场利率

资料来源：Wind

（四）对国内债券市场的影响

债券市场分为短端和长端。短端主要受银行间货币市场利率及其预期的影响，因此股市对短端债券与对银行货币市场利率的影响是基本相同的，基本结论是股市暴跌对短端债券市场影响不大，主要受央行利率调控影响。

股市暴跌对长端债券市场的主要传导渠道是：第一，股市暴跌利空经济基本面，因此利好债券市场；第二，从风险偏好的角度，股市暴跌导致市场风险偏好下降，因此利好债券市场；第三，从资产配置的角度，股市暴跌之后，大量银行资金从股市撤出，同时央行持续“放水”，导致银行体系“资产荒”，对债券配置需求增加，利好债券市场。因此，股市暴跌对长端债券市场而言是利好。

这次股市第一轮暴跌中，长端债券收益率下行幅度并不大，仅为10bp左右，主要与市场并未预见到股票牛市彻底终结、银行尚未开始调整资产配置有关。8月第二轮暴跌开始，债券收益率开始迅速下行，中枢由7~8月的3.5%下降至12月的2.8%，收益率下降幅度非常大。

对企业债而言，理论上信用利差应当放大，因为股市暴跌利空企业，而避险情绪应当主要集中于无风险债券上。但是事实并非如此，除股市暴跌初期信用利差小幅升高之外，之后信用利差一路下降，直到历史最低点。主要原因在于，尽管2015年下半年经济确实下滑，但是并没有达到导致大量发债企业系统性违约的程度；中国债券市场违约率极低，因此信用债普遍被认为基本不存在违约风险，而在债券牛市中，信用债由于高票息成为主要加杠杆品种，因此其下行幅度明显高于国债。

（五）对海外资本市场的影响

本次中国的股市异动对国际市场的影响分为三个方面。首先，对中国国内的直接影响：导致全球市场对中国市场的预期转为悲观，叠加美联储加息事件的发生，使得海外资本逃离中国的速度加快；其次，对海外市场的影响：由于中国当前是全球经济增长的重要引擎，对中国市场

的预期转为悲观导致了包括美国在内的全球资本市场受到严重拖累，全球资本市场遭遇暴跌；最后，全球资本市场暴跌对中国市场带来负面的示范效应，进一步加剧了我国国内资本市场的暴跌。

从全球范围来看，本次中国股市异动中形成了：中国预期变坏→A股下跌→海外预期进一步变坏→全球股市下跌→A股下跌的循环传染。

从股指上看，海外股市市场与中国股市基本同步，即全球同涨同跌。但是，中国股市呈现了震荡下跌的态势，即每一次下跌幅度都高于下一次上涨的幅度，最终上证综指由5000点下跌至2500点附近。而海外多数股市则最终基本回到了下跌前附近，表明中国股市暴跌对全球的影响更像是情绪化冲击，而没有真的成为全球金融市场和经济的风险源，这与美国次贷危机产生的影响是完全不同的。

1.对海外股市的影响

2015年的股市异动中，全球市场受到A股的影响非常明显。A股股市异动导致全球金融市场震荡向下，对发达国家资本市场的影响程度不亚于发展中国家，显示A股不仅是新兴市场国家的稳定器，也对全球重要资本市场有举足轻重的影响。A股暴跌之后，美国股市开始走出2014年底开始的区间震荡局面，显著破位下行。从6月23日到8月25日，道琼斯工业指数跌幅达13%，此后A股每轮暴跌与企稳中，美国股市都经历了同样的起伏，受到A股带动的迹象明显（见图3.2）。金融时报100指数、巴黎CAC40指数等欧洲国家的股票指数与A股之间的相关性明显更高（见图3.3）。

2.对海外外汇市场的影响

理论上讲，由于在美元指数中人民币占比非常小，人民币汇率的变动对美元指数的影响很小。但从实际上看，由于中国是全球市场上的大国，中国股市异动会显著影响全球市场的避险情绪，当避险情绪提高

时，则美元指数与日元指数受到显著提振，而欧洲由于跟中国经济相关度更高，所以更容易受到中国经济变化预期打压（见图3.4）。

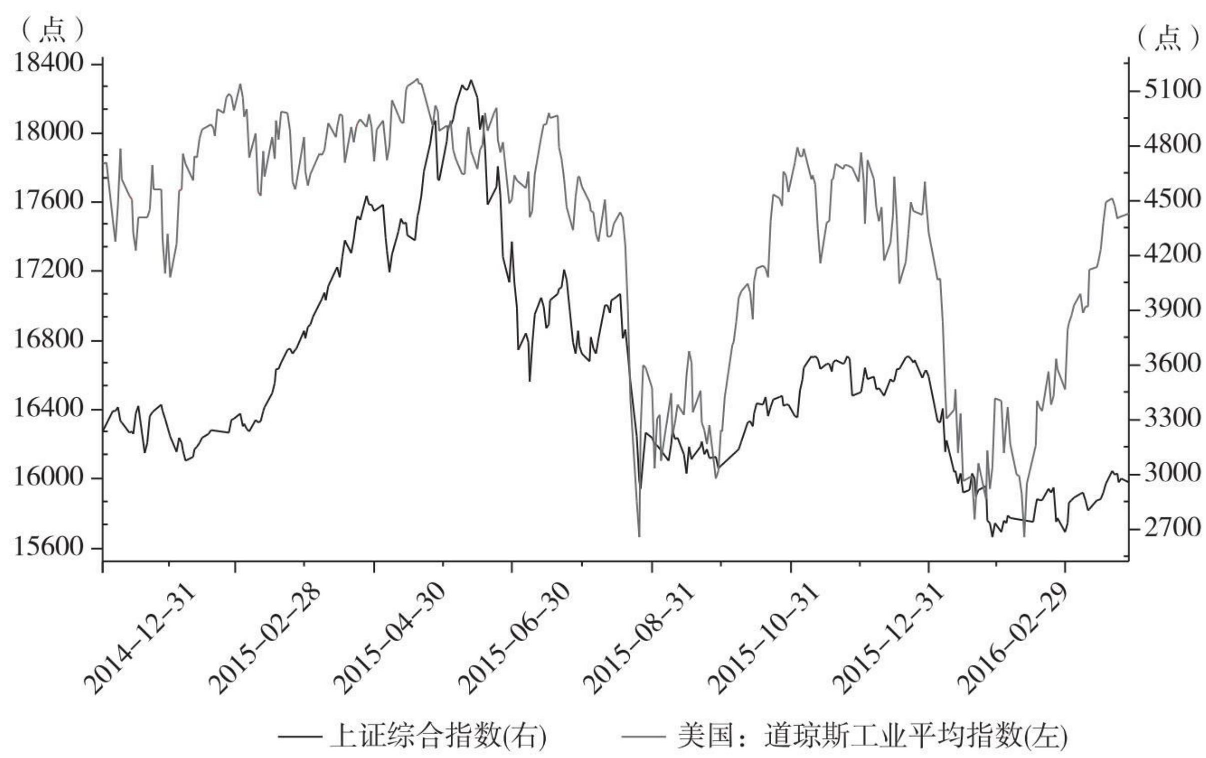


图3.2 上证综指和美国道琼斯指数

数据来源：Wind

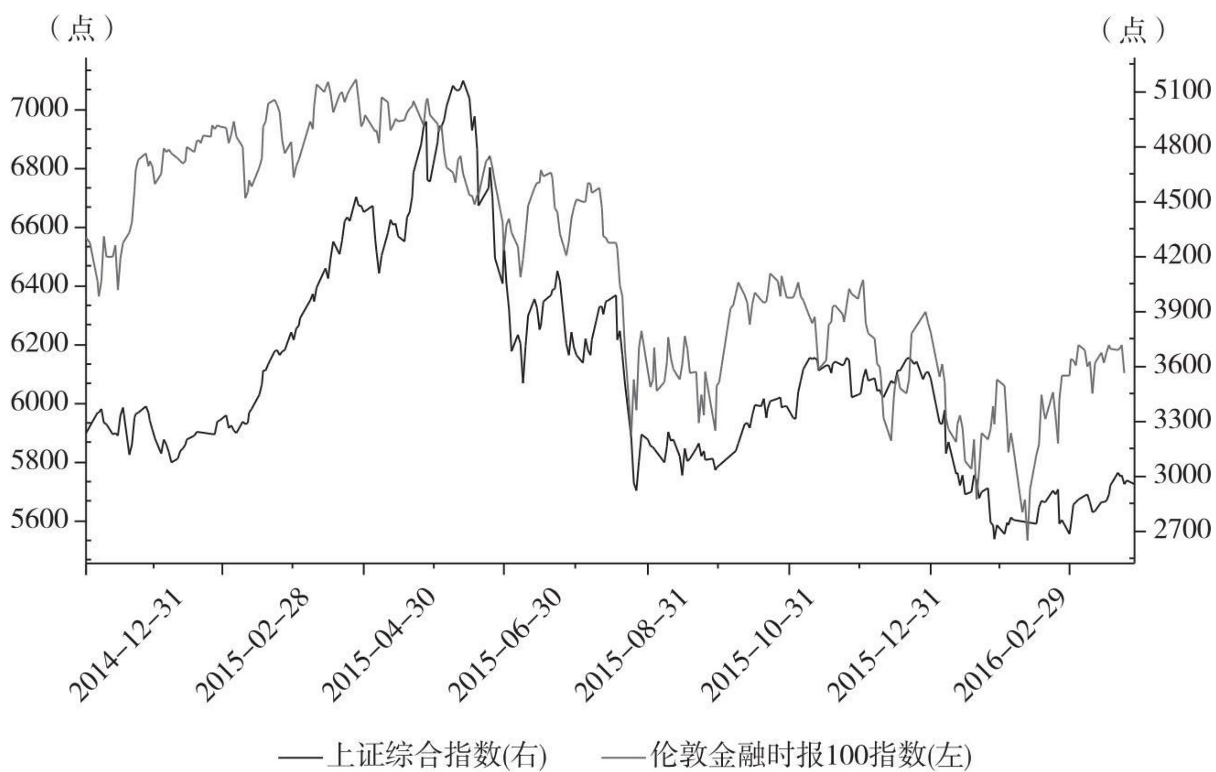


图3.3 上证综指和英国金融时报100指数

数据来源：Wind

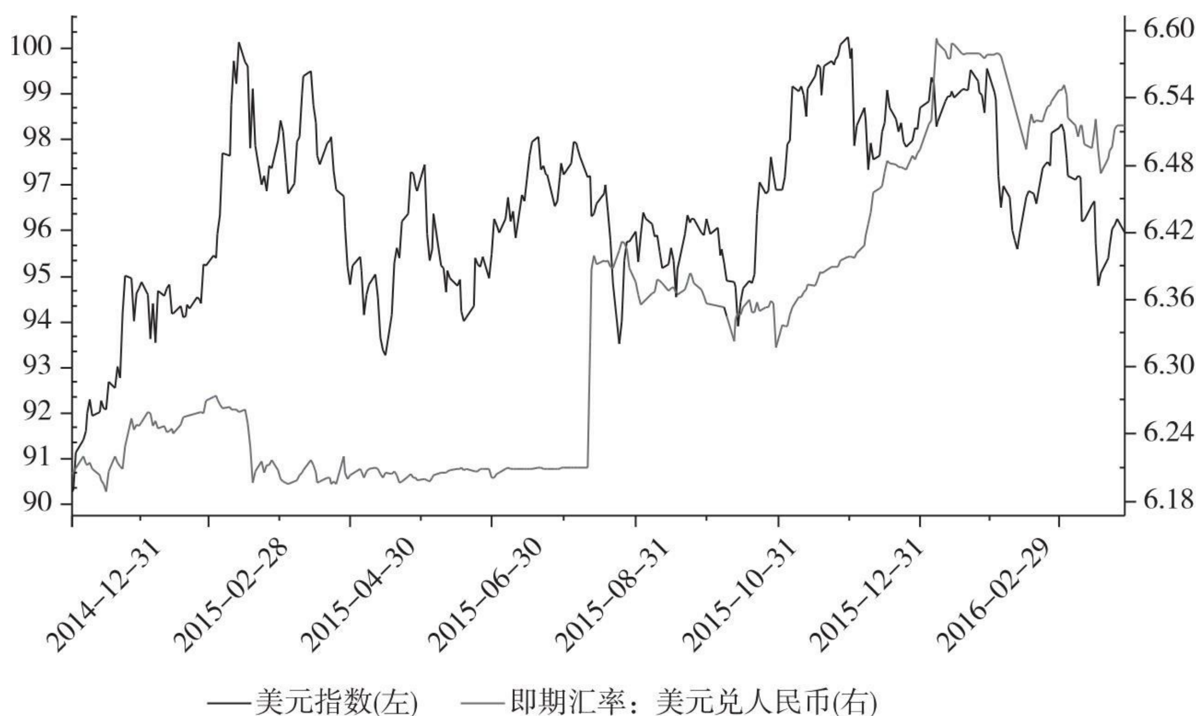


图3.4 美元指数和人民币即期汇率

数据来源：Wind

二、对金融机构的影响

由于国家牛市中金融监管不严、混业经营情况下银行等金融机构发展理财等表外金融产品的热情高涨等原因，金融机构尤其是商业银行的稳健运行在此次的股市异动中遭受到挑战。然而，我国金融机构整体运营仍然较为稳健，股市、汇市、商品市场共振并未引发全局性金融风险。本书在这一部分中，主要关注金融机构的行为变化，而在下一部分金融系统风险中则重点关注股市暴跌对金融机构造成的损失，以及由此估计引发金融系统性风险的可能性。

（一）证券公司

股市异动对证券公司的盈利能力影响较大，2015年第三、第四季

度，全部上市证券公司盈利同比增速分别为-2.39%和28.18%，远低于第一季度152%和第二季度581%的增速水平。以上市公司的权益性投资损益来看，2015年第三季度，投资损益维持在正值，但已经较第二季度明显下降，第四季度投资收益为-2.19亿元。根据证券业协会数据，第三、第四季度，全部125家证券公司营业收入仍然维持正增长，其中证券投资收益第三季度缩水后第四季度有所回升，2015年上半年证券投资收益为710亿元，而第三季度投资收益仅109亿元，第四季度回升至384亿元，其占证券公司营业收入的比重分别为10.11%和28.02%，而上半年投资收益占比为28.2%，也就是说到第四季度投资收益基本恢复至前期水平。

虽然就目前已公布2015年年报的9家证券公司而言，其在“救市”资金上的投入超过公司年度净利润，但结合救市资金-3.18%的平均浮亏来看，低于10%的市场预期，也表明证券公司的“救市”行为并未对其盈利状况带来明显的负面冲击。

在股市异动的背景下，证券公司持续上行的资产负债率得到了一定的缓解。2015年第二季度，证券行业整体资产负债率上升到历史第三高位水平84.74%，此前最高水平为2007年末报的89.24%和2008年中报的86.76%。同时，证券公司筹资活动现金流大幅缩减到原有水平，由此可见，证券公司自身具有调节杠杆以规避金融风险的意识。从风险角度看，证券公司的流动性风险覆盖率、平均净稳定资产率均保持在100%的监管要求水平以上。因此，在本次股市异动中，虽然证券公司遭受了营业收入与现金流的双下滑，但其现金流仍然较为充裕，距离系统性金融风险仍然较远。

（二）基金公司

股市异动期间，众多分级基金多次下折，引发基金流动性风险。由于众多基金管理人为缓释流动性风险而进行股票抛售，增大了金融体系

的系统性风险。股市异动之后，股票型基金净值大幅缩水，但是货币型基金、债券型基金快速增长，基金公司的资产整体而言仍然是在扩张的。

从基金公司的总体经营状况看，股市异动之后，基金公司总数明显增加，但其中股票型基金总数的占比明显减小。基金业协会的数据显示，从2015年6月到2016年2月底，开放式基金的总数从2230只上升到2654只，但股票型基金从855只减少到了601只，混合型基金从664只明显上升到1247只，这显示基金的配置策略发生明显改变，但总体基金规模有增无减。

从基金净值来看，全市场股票型基金净值在2015年6月达到峰值1万亿元，在股市暴跌之后9月降至6000亿元，之后小幅增长至7000亿元。全市场债券型基金在2015年6月仅为4000亿元，而2016年1月已经突破7000亿元。全市场货币型基金增长最快，2015年6月为2.5万亿元，到2016年1月达到4.6万亿元，这是基金规模扩大的最主要原因（见图3.5）。

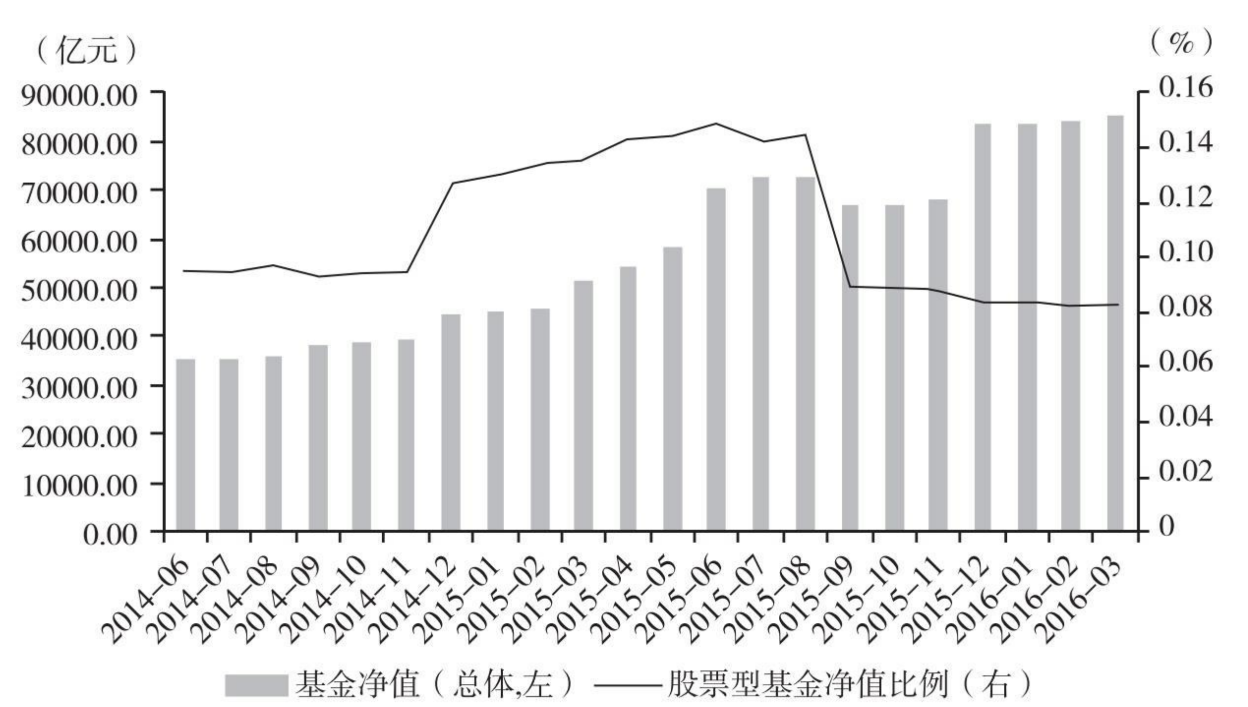


图3.5 基金净值和股票型基金占比

数据来源：Wind

（三）银行

2015年，根据已经公布的银行的财报显示，多数公布财报的银行的每股盈利状况或持平或下滑。浦发银行、兴业银行和南京银行维持正增长，每股EPS分别抬升5.56%、6.88%和16.9%。在所有银行中，下滑比例最高的是华夏银行，EPS下滑12.38%。从各家银行的个季度的盈利数据上分析，其并未表现出第三、第四季度显著偏低的状况，显示利润的波动或与股市牛熊关系并不密切。

在我国，虽然混业经营与分业监管模式导致监管层对银行体系配资业务出现监管空白，但总体而言由于其发展时限尚短，与伞形信托、两融受益权、股权质押融资、信贷资金入市有关的银行资金入市仍属有限，因此，股市异动对我国银行体系经营的整体影响并不大。

在以上所述的四种资产中，伞形信托、两融收益权、股权质押融资都主要通过理财产品的形式投资于股票市场。以中债登公布的《中国银行业理财市场年度报告》（2015）的数据看，截至2015年底，理财产品账面余额2015年增长56.46%达到23.5万亿元，与2014年增速大致相当。从数据上看，股市异动导致银行理财产品的增速发生下滑，银行理财存续只数净减少。

从银行理财的资金投向上看，到2015年底，投向权益类资产的规模占比约为8%，按照理财规模20万亿元计算，则银行投资股市规模仅为2万亿元，占商业银行总资产不超过2%。如果考虑通过伞形信托等方式进入股市的资金，总体也不超过5%。

信贷资金入市的整体规模很难测算，主体表现为两个部分，一部分是个人消费性贷款下的居民资金流入，另一部分则可能是企业信贷。从居民角度看，个人消费信贷从2014年6月到2015年6月期间新增额在2.6

万亿元，而其增速较前期却略有下降而非上升，消费信贷中流入股市的股份的份额应当不大。

（四）保险

在此次的股市异动中，保险公司受灾程度较小。在平安、人寿、太保三家已经公布年报的上市险企中，中国人寿的ROE（净资产收益率）有所下滑，从2014年年报的12.77%下滑到2015年的11.44%，主要是第四季度的盈利下滑导致的。平安与太保的ROE水平均高于上年同期。

在保险公司中，股票和基金投资占资金运用余额的比例在2015年5月达到最高水平的16.07%，在6月即开始明显减仓，到8月投资股市的占比已经下降到13.07%。从2015年第二季度到第四季度，保险公司的险资运用平均收益率持续上行而并非下滑，2015年全年平均收益率为7.56%，远高于2014年同期的6.3%。保险公司资产回报率持续上升。

从风险角度看，上市保险公司的偿付能力充足率持续提高而非下滑。除了中国平安的产险偿付充足率在182.2%徘徊外，其他上市公司的偿付充足率均在200%以上，偿付能力非常充足。

三、对系统性金融风险的影响

在前面的两部分中，重点阐述了股市暴跌对金融市场和金融机构的影响，基于上述数据和结论，在这一部分来论证股市暴跌究竟是否对金融系统风险有影响。

（一）系统性金融风险的界定

系统性金融风险是指金融机构从事金融活动或交易所在的整个系统因外部因素的冲击或内部因素的牵连而剧烈波动，导致危机或瘫痪，使

整个金融机构不能幸免，从而遭遇经济损失的可能性。从传导路径上说，指的是金融系统风险事件导致整个金融市场传染和共振，最后对在其范围内的金融机构造成危机或瘫痪的巨大影响。

根据美国的经验，股市下跌导致金融系统性风险爆发的例子鲜有。1987年、2000年全球资本市场泡沫破裂并未导致美国金融系统性风险，回顾历史，引发金融系统性风险的股市风险事件仅1929~1933年金融危机一次。类比1929~1933年大萧条与2007年次贷危机，两次危机的共同特征是：银行等系统重要性金融机构购买有毒资产，成为损失的承担方。系统重要性金融机构购买大量金融资产导致其资不抵债，而其破产则会导致现代金融体系下金融体系成倍收缩，引发金融系统性风险。因此，核算系统重要性金融机构在危机中资本风险的大小十足重要。

（二）此次中国股市异动与触发系统性金融风险尚有一定距离

本文的基本结论是，中国股市暴跌距离引发金融系统性风险仍有相当的距离。主要理由有三点：一是金融体系中投资股市资产规模很小，即使考虑杠杆之后，按照股指下跌50%来估算，金融体系总资产规模仅缩水5%。二是股市暴跌对金融机构自有资金而言损失比例仅为10%~15%，金融机构的正常经营活动不会因此瘫痪。三是股市暴跌的传染性较弱，不会导致其他金融市场的崩溃。

中国金融体系中，银行体系占绝对主导，银行体系占总资产比重超过80%。根据公开数据，截至2015年6月，银行体系总资产规模约为190万亿元，保险公司总资产规模约为11万亿元，证券公司总资产规模约为8万亿元，证券公司受托管理资产规模约10万亿元，公募基金总资产规模约为7万亿元，其中股票+混合基金仅为4万亿元，信托公司总资产规模约为16万亿元。

从资产配置上来看，大多数金融机构配置股票比例也不高。根据公

开数据，银行资金绝大多数配置贷款和债券，包括表外理财在内投资股权类资产不足5%。保险公司股权类资产配置比例为10%~15%。证券公司自营资金占净资产约80%，自营资金投资股票比例约为20%。证券公司资管受托管理资产股票投资规模为10%~20%。信托公司股票投资比例约为10%。

上述资金中并未完全包含场外配资、融资杠杆等非直接投资股市部分，但实际已有部分体现。例如，杠杆资金会通过信托、基金等方式进入股市，上文所述内容包含这一部分在内。为估算股市暴跌的最坏影响，假设杠杆资金完全未包含在上述内容中。根据清华大学《完善制度设计，提升市场信心，建设长期健康稳定发展的资本市场》的测算，包括融资融券、伞形信托等在内全市场杠杆资金规模为5.5万亿~6万亿元。

结合资产规模和投资股票比例可以计算，截至2015年6月，中国金融体系总规模为230万亿~240万亿元，股票投资规模为18万亿~20万亿元，加上杠杆资金规模5.5万亿~6万亿元，股票投资规模占金融体系比例仅为10%。按照股票指数下跌50%计算，则直接投资股市资金将亏损9万亿~10万亿元，杠杆资金将亏损约2万亿元，中国金融体系总资产将缩水约5%。

金融资产价格暴跌并不一定会导致金融机构受损。例如对于基金公司而言，无论股市涨跌，基金公司都会收取管理费，只是收入多少的问题，而不会对基金公司造成会计上亏损。

另一个重要部分是估算在股市暴跌中，各类金融机构遭受的亏损。将各类机构股票投资可能损失分为两个部分：直接损失类与杠杆资金损失类。其中，直接损失类主要是指金融机构自有资金投资股市，或者金融机构代客理财资金投资股市、但金融机构需要保本；杠杆资金损失类主要是指金融机构通过优先级、融资融券等方式提供杠杆资金，在股市跌破优先级或平仓线导致的损失。

对于保险、基金等机构，无杠杆资金损失，只需考虑直接损失。而银行、证券两大机构比较复杂，需要考虑两大类别分别计算。

1.直接损失

直接损失类分为两个部分，一部分是自营股票投资的损失，另一部分是类似银行理财等刚性兑付资产导致的金融机构的损失。

对于自营股票投资的损失，不考虑基金、信托、银行等机构的自营股票投资，保险的自营股票投资数据难以获取，仅考虑证券公司的自营投资。

证券公司证券自营投资占净资产80%、股票投资占总自营投资20%。事实上，只有2015年1~6月进入股市的资金会产生损失，2015年上半年新增净资本约5000亿元，按照4000点进入，跌至2500点亏损40%估算，证券公司投资损失约320亿元。2015年证券公司净利润2500亿元，与此相比证券公司自营投资损失并不高，而且投资损失已经包含在净利润之内。

代客理财方面，基金、信托投资风险由客户自担，因此机构不承担任何损失。

对证券公司而言，绝大多数资管产品与基金类似，券商并不保本，投资损失由客户自担。对于分级产品而言，优先级基本不承担损失，但损失主要由劣后级投资者承担，因此证券公司代客理财业务基本不会造成证券公司自有资金的损失。

对银行而言，理财尽管并不全部承诺保本，但是银行刚性兑付的倾向较强。从数据统计来看，2015年下半年有确切数据的银行理财产品中，实际收益等于预期收益的比例接近100%，表明银行理财实际上不仅保本，而且保收益。事实上，只有2015年1~6月进入股市的资金会产

生损失，这一时期理财规模增量不超过5万亿元，按照理财中权益投资比例10%、平均入场点位4000点估算，则跌至2500点损失率为40%，总投资损失约为2000亿元。2015年银行业利润为1.6万亿元，可完全覆盖所有投资损失，而不影响银行净资本。如果考虑银行利润已经包含了股票投资损失，那么更可以表明，银行理财股票投资损失对银行体系的影响极小。

保险公司方面，按照与银行理财相似的算法，2015年上半年新增保费约1.5万亿元，保险资金投资于股市的比重为10%~15%，以最高的15%计算，损失率同样估计为40%，则造成的损失仅为900亿元，而2015年保险公司全年利润2800亿元，足以覆盖所有损失。同样，如果考虑2015年保险公司利润已经包含了股票投资损失，也更可表明远未波及保险公司净资本。

2.杠杆资金损失类

这里仅考虑银行和证券公司的杠杆资金损失。银行方面，伞形信托与两融收益权、股权质押融资的总体规模在3万亿元左右。

假设股权质押融资的股东并不进行补充质押操作，且主板市场以40%的质押率和140%的强制平仓线计算，中小板以35%的质押率和140%的强平线计算，创业板以30%的质押率和130%的强平线计算，则2014年6月30日至2015年6月19日的股权质押融资中，在8月27日第二轮股市暴跌结束之前，主板股权质押中10.4%左右触发强制平仓，中小板中3.18%触发强制平仓，创业板中3.36%触发平仓。按此估算，触发银行优先级的比例应当不足1/10，占总资本的比重在2%左右。以1/10计算，则银行杠杆资金的损失约为3000亿元左右。与银行覆盖掉损失之后还有1.6万亿元净利润相比，同样不会影响银行正常经营。

证券公司方面，在最高峰时期，两融余额约为2.2万亿元。由于证券公司融资融券方面较为谨慎，多通过催缴保证金方式来避免强平，因

此资本金损失较小，在此忽略不计。

总结来看，估算的本次股市暴跌对于银行、保险、证券公司、基金公司、信托公司的最大损失额分别为5000亿元、900亿元、320亿元、0亿元、0亿元，均远小于2015年净利润。此外，上述估算的基础是2500点止损。如果持有到现在，则损失还将进一步减少。

对于任何一类金融机构而言，股市暴跌造成的损失与2015年净利润相比都很小，更不用说威胁到金融机构的净资本，因此基本没有导致金融机构破产的可能性，也就不存在金融系统性风险爆发的可能性。

此外，股市暴跌的传染性较弱，不会导致其他金融市场的崩溃。从前述不同市场之间的关系看，国内的货币市场、债券市场受到股市暴跌的影响较小，且央行体系在内外货币政策上的余地非常大，股市暴跌并无可能导致整体流动性枯竭和收缩之虞，股市引发股市、债市、外汇市场全局性崩溃的可能性微乎其微。而更加重要的是我国在城镇化进程中，真实房地产刚需仍然存在，而我国房价对比高点时期的日本而言并不高，股市共振导致房地产市场崩溃的可能性也基本不存在。

综上所述，从对金融体系整体规模影响、对金融机构净资本影响、对金融市场传染性影响三个角度分析，本次股市暴跌导致金融系统性风险爆发的可能性约等于零。

（三）救市一定程度上降低了系统性金融风险爆发的可能性

从前文对金融机构的论述来看，包括银行、证券、基金、保险公司等在内的金融机构仍在稳健运行，利润甚至维持正增长，并未出现因为股市暴跌而导致其中任意一类公司的破产现象。

从金融市场来看，商品期货市场成交量仍然有限，主要风险在于外

汇市场，由于我国外汇储备充足，且外汇市场的表现最终与资本市场稳定挂钩，因此股市只要跌回到“改革牛”之前的水平，汇率风险自然减少。这几个市场出现风险事件的可能性都非常小。

考虑救市是否降低了金融系统风险，首先要考虑救市的作用。很难讲政府救市是否改变了股市下跌的最终幅度。截至2016年1月，股市最低点跌至2600点，而此轮股市上涨的起点为2000点，考虑央行降低基准利率带来的估值重估，政府扭转经济长期无底线下滑预期，股市在2600点企稳可能是市场自发的结果，而与政府救市关系不大。

救市的作用只是将自由落体式的下跌减缓为多阶梯式的下行，并没有从根本上改变股市下跌的幅度，也没有从根本上改变金融机构的损失程度。因此，基本可以认为，即使没有救市，金融系统风险爆发的可能性也非常低。

但是，救市确实减缓了股市下跌的速度，为金融机构采取多方面的措施提供了时间，从这个角度讲，救市确实在一定程度上降低了金融系统风险爆发的概率。

四、对货币政策的影响

维护金融稳定也是央行货币政策的重要目标。股市暴跌发生后，政府反应迅速，随即开始了救市行动。鉴于股市流动性急剧萎缩的状况，央行希望通过降准降息为市场注入流动性。2015年6月28日，央行宣布降息0.25个百分点，同时定向降准0.5个百分点。2015年8月26日，央行再次宣布，金融机构一年期贷款基准利率下调0.25个百分点至4.6%；一年期存款基准利率下调0.25个百分点至1.75%。9月6日起，存款准备金率下调0.5个百分点。2015年10月24日，央行又决定降准0.5个百分点，降息0.25个百分点。

可以看到，为了维持市场的流动性，央行货币政策保持了一定时期的宽松，为救市创造合适的政策环境。事后来看，央行救市与宏观经济基本面并未有太大背离，也可以理解为2014年以来，经济下滑、通货膨胀下降的对冲措施。

但是，不可否认的是，央行“放水”加剧了2015年下半年以来的“资产荒”，银行资金大量通过“委外”方式进入债券市场，导致债券收益率跌至2009年以来最低；同时也大量通过优先级方式进入股票定增市场，通过专栏3.2可看到2015年末开始，股票定增市场大爆发。

专栏3.2 中国10年国债下破2.8%，全球债券收益率创8个月新低

全球资本市场2016年惨烈的“开门黑”促使避险情绪升温，中国10年国债收益率今日下破2.8%，彭博全球发达国家债券指数收益率创8个月新低。

中国银行间债市10年期国债买价收益率截至12日连降4日至2.77%，跌幅达5.5个基点。10年期国债主力合约T1603收报100.545元，较周一结算价涨0.30%。国债再度掀起“上升浪”。

近期人民币贬值、股市波动较大令市场风险偏好进一步下降，因人民币贬值以及外汇储备下降带来的资本外流忧虑仍在，机构对未来政策宽松预期仍在。债市仍然是较为安全的资产，收益率继续下行为主。配债需求预料会越发旺盛，债市暖意不断释放。

上周中国股市剧烈震荡，新年首周仍大跌近10%，为2015年8月以来表现最差一周。昨日，A股再现千股跌停，沪指跌幅5.33%逼近3000点，深成指和创业板跌超6%。

此外，不只是在中国，全球资本市场2016年惨烈的“开门黑”促使投资者避险情绪升温，重新拥抱国债等安全资产。受资金涌入的推

动，国债价格飙升，彭博全球发达国家债券指数收益率上周跌至0.957%，创8个月新低。本月该指数累计上涨1.1%，与之相比，衡量股市收益的MSCI世界指数本月则大跌6.3%。

彭博援引加拿大丰业银行驻新加坡的债券交易员阿里·贾莱（Ali Jalai）称，在股市企稳之前，还会有更多资金流入安全资产。

（彭博社2016年1月12日新闻）

第三节
中国股市异动对实体经济的影响

一、对投资的影响

（一）理论基础

按照传统的经济学理论，股市上涨有利于企业投资，下跌则相反。主要传导渠道包括：

第一，托宾Q效应。根据托宾提出的Q比率（托宾Q=公司市场价值/资产重置成本），当Q比率大于1时，新增投资较购买现有资本更具吸引力，从而将增加投资需求；而当Q比率小于1时，购买现有资本更实惠，从而不利于投资增长，但可为公司兼并重组创造良机[注]。股市暴跌时期，股价全面下跌，Q比率随之下降，从而在一定程度上抑制了新增投资，并为公司的兼并重组带来机会。

第二，企业资产负债表效应或融资渠道。理论上讲，股市上涨时，企业信用资质提高，因此企业融资成本下降。这与融资渠道基本是一致的，即在股市上涨时，企业通过股权融资容易，发债成本下降，融资能力增强，进而促进投资能力增强。在股市下跌时，则作用相反。

第三，企业财富效应。正常时期，企业可将部分资产投资于股市以获取盈利，形成投资—获利—再投资的正向循环。而在股市暴跌时期，股价下跌导致企业财富缩水，从而抑制投资活动。

第四，预期渠道。股市上涨时，企业对未来经济预期乐观，因此会

加大投资力度，而在股市暴跌过程中，经济不确定性增加，企业对未来预期，因此会减弱投资力度。

但是，股市上涨对投资也有抑制作用，这是传统经济学忽略的方面。主要传导渠道包括：

第一，股市对投资的挤出效应。企业“不务正业”参与炒股不在少数，仅就上市公司而言，来自《证券日报》的统计数据，截至2014年底共有337家上市公司持有1336只股票，77家上市公司投资股市资金过亿。如果股市表现一般，那么，这些资金将用于投资，因而在某种程度上讲，股市“疯牛”会减少投资。从量级上来看，股市确实可能对投资产生影响：单月固定资产投资额为5万亿元左右，股市疯涨时期股市月成交量较平时增加为20万亿元，上市公司市值月增幅为6万亿元左右。

专栏3.3 托宾Q理论

托宾Q理论是诺贝尔经济学奖获得者詹姆斯·托宾于1969年提出的。托宾对通过资本市场传导货币政策的途径进行了研究，他认为，货币政策通过对股票价格的影响进而对投资支出产生影响。

托宾的Q比率是公司市场价值对其资产重置成本的比率。反映的是一个企业两种不同价值估计的比值。分子上的价值是金融市场上所说的公司值多少钱，分母中的价值是企业的“基本价值”——重置成本。公司的金融市场价值包括公司股票的市值和债务资本的市场价值。重置成本是指今天要用多少钱才能买下所有上市公司的资产，也就是指如果我们不得不从零开始再来一遍，创建该公司需要花费多少钱。

其计算公式为：

Q比率=公司的市场价值/资产重置成本

当Q>1时，购买新生产的资本产品更有利，这会增加投资的需求；

当Q<1时，购买现成的资本产品比新生成的资本产品更便宜，这样就会减少资本需求。

所以，只要企业的资产负债的市场价值相对于其重置成本来说有所提高，那么，已计划资本的形成就会有所增加。

托宾的Q理论提供了一种有关股票价格和投资支出相互关联的理论。如果Q高，那么企业的市场价值要高于资本的重置成本，新厂房设备的资本要低于企业的市场价值。这种情况下，公司可发行较少的股票而买到较多的投资品，投资支出便会增加。如果Q低，即公司市场价值低于资本的重置成本，厂商将不会购买新的投资品。如果公司想获得资本品，实现企业扩张，它将购买其他较便宜的企业而获得旧的资本品，这样投资支出将会降低。反映在货币政策上的影响就是：当货币供应量上升，股票价格上升，托宾Q上升，企业投资扩张，从而国民收入也扩张。根据托宾Q理论的货币政策传导机制为：

货币供应↑ → 股票价格↑ → Q↑ → 投资支出↑ → 总产出↑。

（汪术勤）

第二，股市对债市的挤出效应。在央行不“大放水”的情况下，股票牛市往往对应债券熊市，这就是所谓“股债跷跷板”效应，其结果是企业债券和贷款融资成本提高。由于中国债券和贷款规模远高于股市融资，因此如果央行不进行货币宽松，那么股市带来的融资利好很可能不如债券、贷款成本上升带来的损失。考虑到央行2014年开始进入宽松周期，在此轮股市异动中，这一效应并不明显。

因此，从理论上讲，尽管传统经济学倾向于股市上涨利好投资，下跌不利于投资，但是也存在相反的效应。对于此次股市异动对投资的影

响，需要通过数据来验证，究竟哪种效应为主。

（二）对固定资产投资的影响与经典理论并不一致

1.宏观经济层面上，不能验证股市异动对固定资产投资带来负面影响

从数据上看，2015年第二季度，股市上涨至最高点时，固定资产投资增速出现大幅下滑，而且这一下滑并非基数效应所致。2015年第三季度是股市暴跌期，这一时期固定资产投资增速与第二季度基本持平，考虑到第三季度比第二季度的基数低，第三季度投资实际比第二季度更差。第四季度股市企稳，固定资产投资增速开始明显回升（见图3.6）。

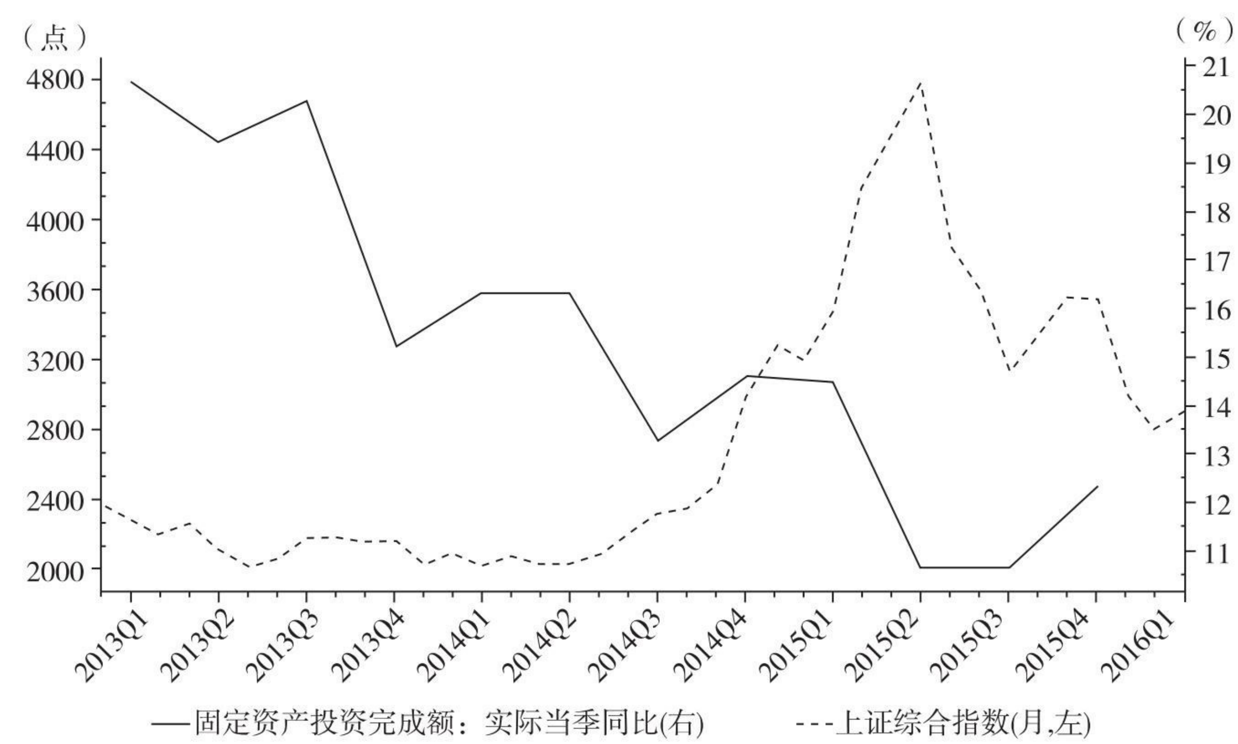


图3.6 上证综指和固定资产投资增速

资料来源：Wind

结合理论和实际，课题组的结论是：

第一，股市波动可能并非固定资产投资增速的主要影响因素。2011~2015年中国经济处于长期下行过程，固定资产投资也长期下行，这与中国经济结构调整、经济长期增速下台阶有关，是投资下滑的绝对主导因素，股市的影响是非常次要的。2015年底，由于“宽财政”等政策出台，投资开始出现回升。

第二，托宾Q效应在股市暴涨和暴跌中并不显著，其原因是：（1）在暴涨过程中，企业并非比较购买企业和新建企业的成本，而是考虑预期投资收益，即尽管新建企业的成本低，但是购买股票的预期投资收益更高。（2）在暴跌过程中，企业同样并非比较购买企业和新建企业的成本，而是将避险放在首位，这就导致在暴跌过程中企业投资活动和并购活动都减少。

第三，基本可以认为股市疯涨对实体经济投资有挤出效应。股市上涨时期，投资增速不增反降。课题组认为，从宏观层面看，股市疯涨是导致固定资产投资下滑的原因之一。这表明传统经济学认为的股市上涨利好投资的渠道并非主导，相反股市疯涨抑制了企业投资实体经济的欲望。

第四，股市暴跌确实对投资有抑制效应。主导效应可能是预期效应、企业财富效应、企业资产负债表效应。在股市暴跌中，即使企业将资金从股市撤出，也不会进行实体经济投资，而是会投资相对安全的现金类或债券类资产。两方面叠加，股市暴跌利空投资。

第五，股市恢复期，投资增速也有所恢复。但是考虑基数原因（2014年第四季度基数低于第二季度），很难认为恢复期投资增速高于股市疯涨期。结合2016年第一季度1~2月的数据，投资增速仍在回暖，但可能受到“宽财政”等政策的影响更大。

第六，结合并购重组事件数，可以发现托宾Q效应在股市下跌结束之后较为明显。根据Wind统计，2015年11月开始，并购重组数量开始显著增加，一种情况是企业认为其他企业市场价值（包括非上市企业）下跌幅度已经足够，重置成本高于购买成本；另一种情况是由于IPO暂停，企业通过借壳方式上市。从已经披露的情况看，前者是绝大多数，表明托宾Q效应在并购层面效应较为显著（见图3.7）。

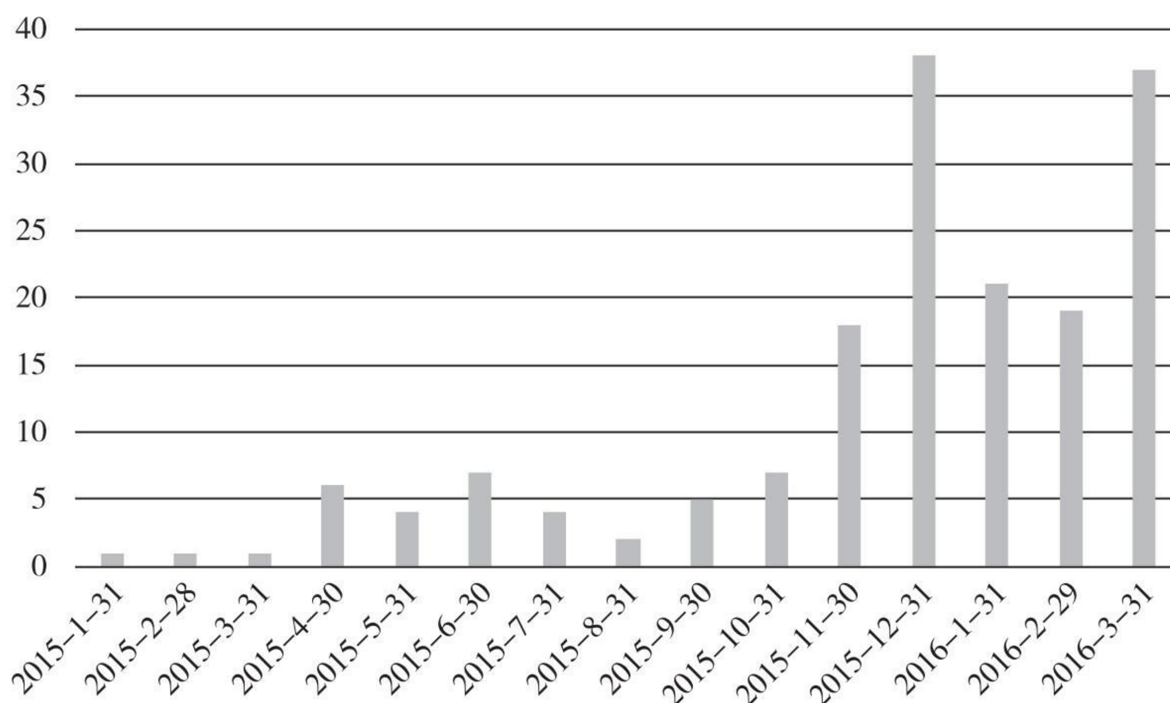


图3.7 上市公司并购重组个数

资料来源：Wind

2.市场层面：救市中上市公司投资受到一定负面影响

本次股市暴跌期间，股市托宾Q比率明显整体下降。以市净率（每股股价/每股净资产）看，2015年7月开始，股市市净率连续三个月出现大幅下滑，月均降幅接近13%，理论上应对投资造成一定抑制（见图3.8）。然而，上市公司的投资活动并未反映出受到股市暴跌的影响。从上市公司季度报告公布的投资活动现金流量净额看，对比2014年同

期，2015年第二、第三季度上市公司投资规模明显扩大（投资活动现金流量净额为负表明企业购置固定资产、无形资产和长期股权投资的金额高于处置这些资产的收入，即企业实现净投资）。此外，结合上市非金融公司总资产周转率来看，与2014年同期相比，2015年第二、第三季度资产周转率虽有下降但降幅不大，表明股市暴跌期间企业的产能利用率未出现显著变化，意味着股市暴跌并未对上市公司投资活动产生实质性影响。

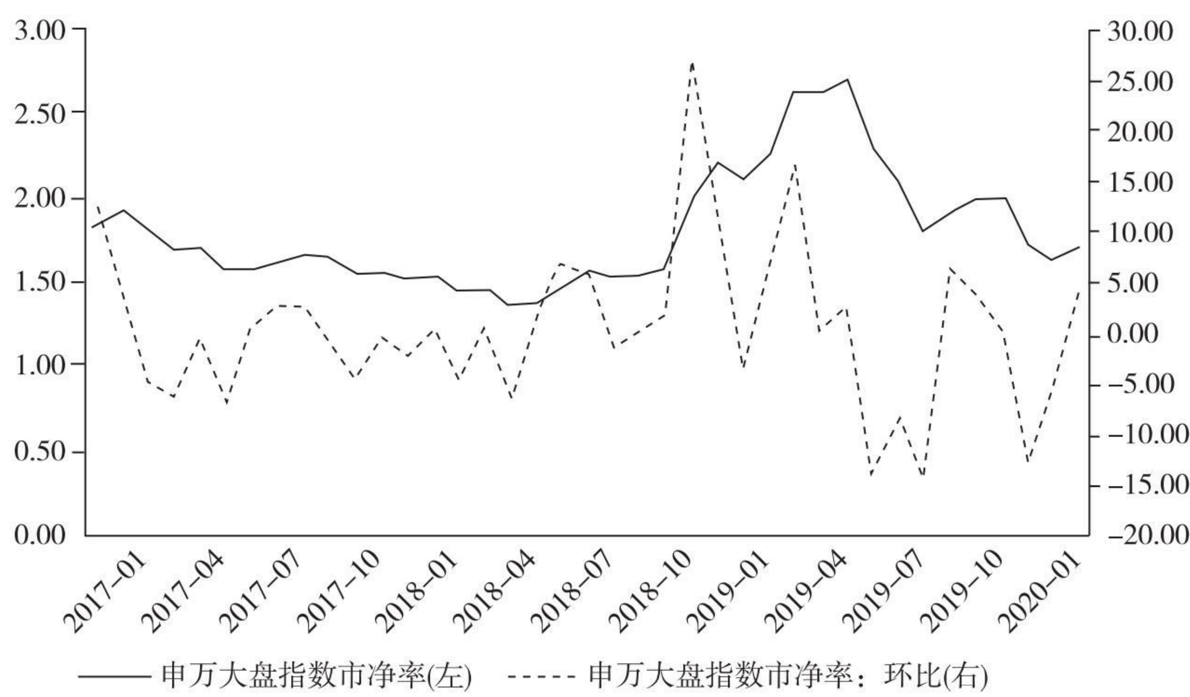


图3.8 股市市净率及环比增速预测

资料来源：Wind

从筹资活动看，本次股市暴跌中财富效应显著。根据上市公司筹资活动现金流量净额数据，股市暴跌期间上市公司筹资规模较2014年同期明显扩大，课题组认为，2015年以来的低利率环境虽然对此存在一定催化作用，然而，上半年大牛市行情带来的财富效应是推动筹资活动走高的主要原因，事实上2007年的牛市行情也出现了类似情况。前期牛市行情提振企业财富，改善盈利预期，促使企业持续扩大筹资规模，最终在

股市暴跌后的第四季度出现“坠落”现象。

从融资活动看，就IPO而言，股市暴跌前财富效应对企业IPO行为影响重大。2015年上半年受大牛市行情推动，共有193家企业进行IPO，实际募集资金共1371.89亿元，占上半年股市集资金额的20%。股市暴跌期间，受证监会临时暂停IPO的政策限制，2015年下半年IPO募集资金额显著下滑，7~10月完全暂停，11~12月仅31家企业进行IPO，导致下半年实际募集资金共98.12亿元，仅占股市集资金额中的1%，远低于上半年20%的水平。

（三）股市涨跌对房地产的影响是不同的

股市对房地产的影响较为复杂。从历史上看，多数时期股市与房地产投资同比、房地产价格同比有一致性，最为典型的是2005~2012年（见图3.9）。但是，课题组倾向于认为，房地产是股市波动的原因，即房地产和经济周期驱动了股票牛熊周期。

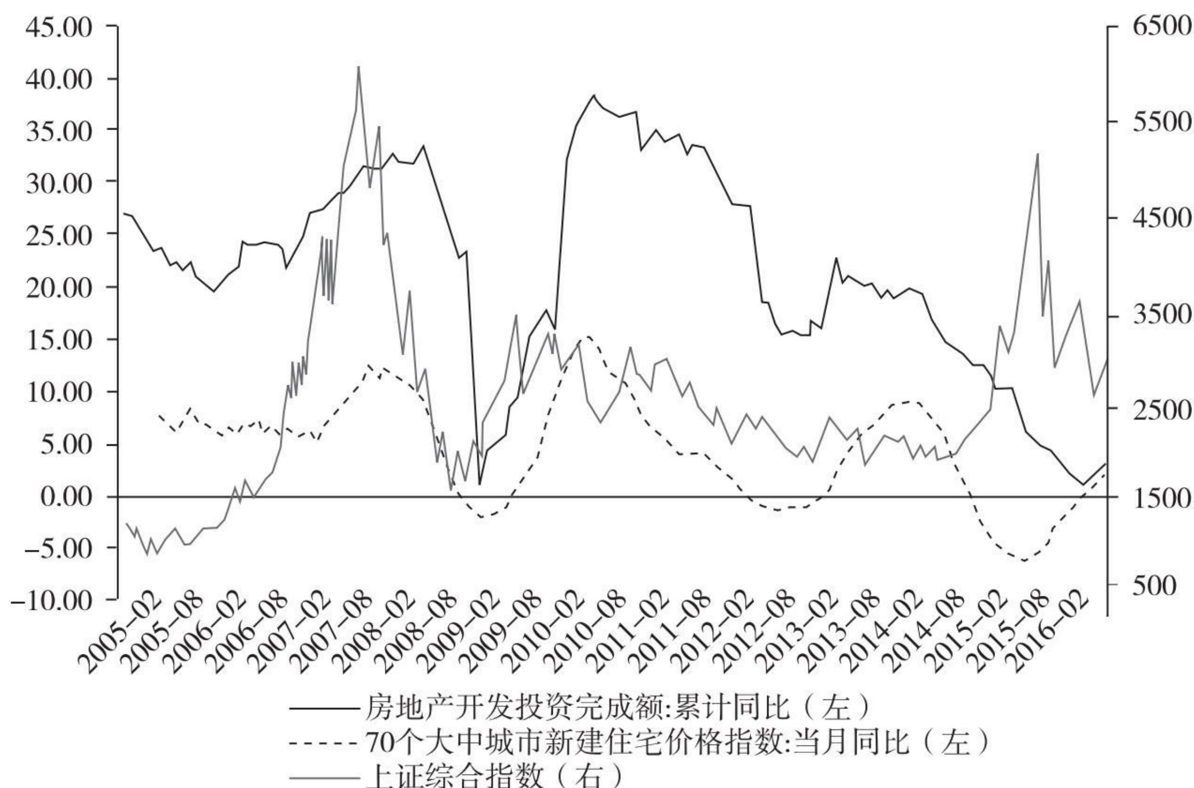


图3.9 上证综指、房地产投资同比和房价同比

资料来源：Wind

2012年之后，房地产与股市基本脱钩。2013年下半年，经济和房地产都有好转，但是股市并未走牛，可能与当时“钱荒”和利率大幅上行有关。

2014年开始，房地产投资和中国经济进入明显下行阶段，但是股市却一路飙升，表明此次股市上涨并非由于基本面驱动。

但是，可以明显地看到，随着股市回暖，尽管房地产投资依然下滑，房地产销售和房地产价格环比却出现了明显的回升，表明股市对居民的财富效应是存在的，这是股市对房地产的主要传导渠道。

在股市下跌过程中，如果仅仅是从财富效应出发，会得出房地产销售和房价下降的结论，但事实并非如此。随着股市暴跌，房地产销售仅

短期下滑，之后明显反弹，而房地产价格则更是一路上行。这表明，在股市暴跌时，主导效应是挤出效应，即资金开始由股市撤出转而投资楼市（见图3.10和图3.11）。

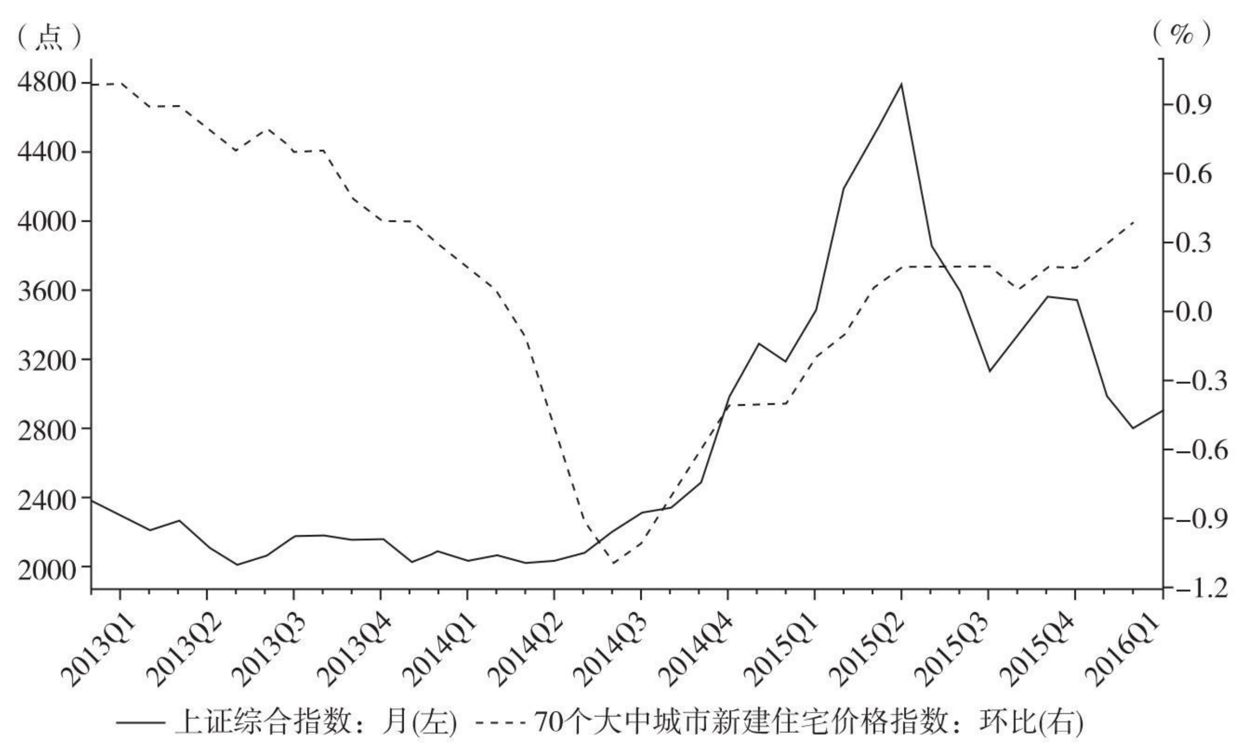


图3.10 上证综指和房地产价格环比

资料来源：Wind

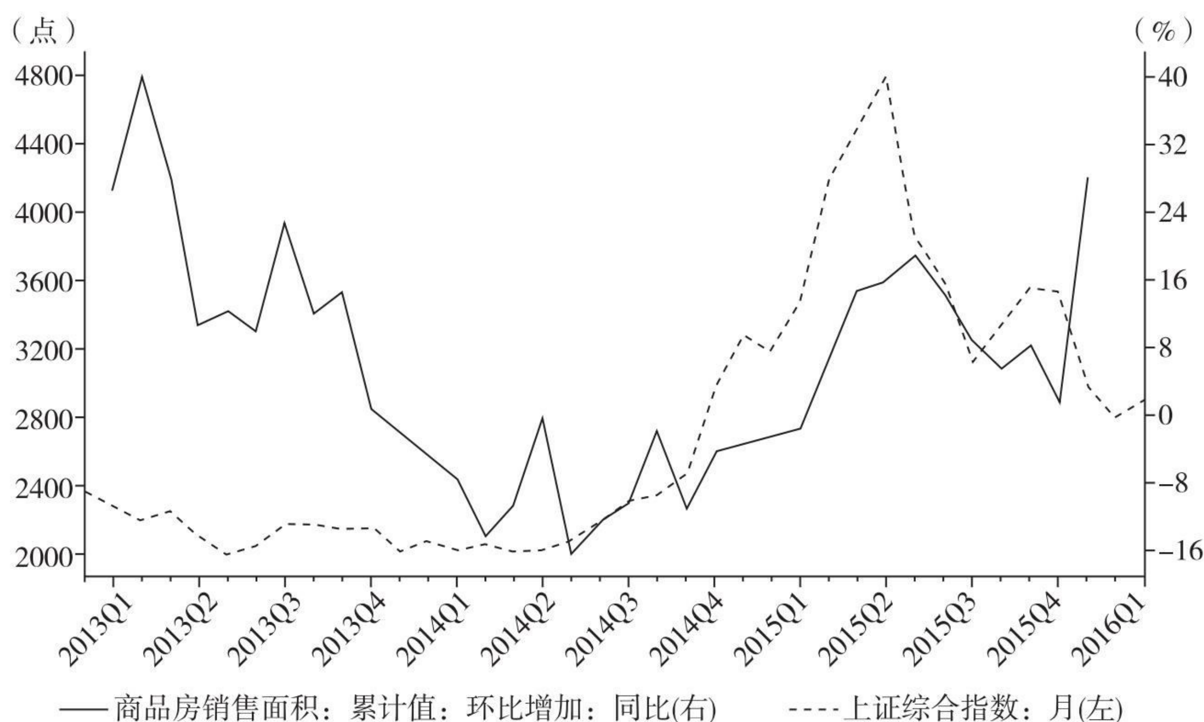


图3.11 上证综指和房地产成交量同比

资料来源：Wind

考察房地产投资可以发现，无论是股市暴涨时期，还是股市暴跌时期，房地产投资都在下滑，表明股市并非房地产投资的主要影响因素。房地产投资在历史上主要受房地产销售的影响，而现在叠加了房地产高库存因素，导致房地产销售向投资的传导出现了长达半年以上的时滞。2016年1~2月最新数据表明，房地产投资终于出现了回升，但能否持续还有待观察。

综上，股市对房地产的主要影响是：第一，在2012年之前，房地产与股市是同步指标，房地产牛市、经济回暖催生股票牛市，而股票牛市反过来也会促进房地产市场。第二，股票牛市通过财富效应作用于房地产销售，但由于房地产的高库存而难以传导至房地产投资。第三，股市暴跌对房地产销售反而有促进作用，即挤出效应的逆过程，大量资金由股市切换到楼市。同样由于房地产高库存，使房地产销售难以传导至房

地产投资。但最新数据表明，似乎房地产投资已经出现了改善。

（四）社会融资结构一波三折

根据通常的认识，随着2015年7月IPO暂停，股权融资受到极大限制，因此社会融资总量中应当表现出股权融资占比下滑。但是，事实上并没有这么简单。从图3.12和图3.13中不难看出，2015年7月IPO暂停之后，股票融资占社融比例确实出现了大幅下滑，由7月峰值8%下滑至10月的2%左右。但是，从11月开始，股票融资占社融比重开始显著上行，至2016年2月已经达到10%的高位，这是2009年以来第二高水平。从股票融资规模中可以看到，2015年末股票融资规模甚至超过了2015年上半年，与占社融比例一致。

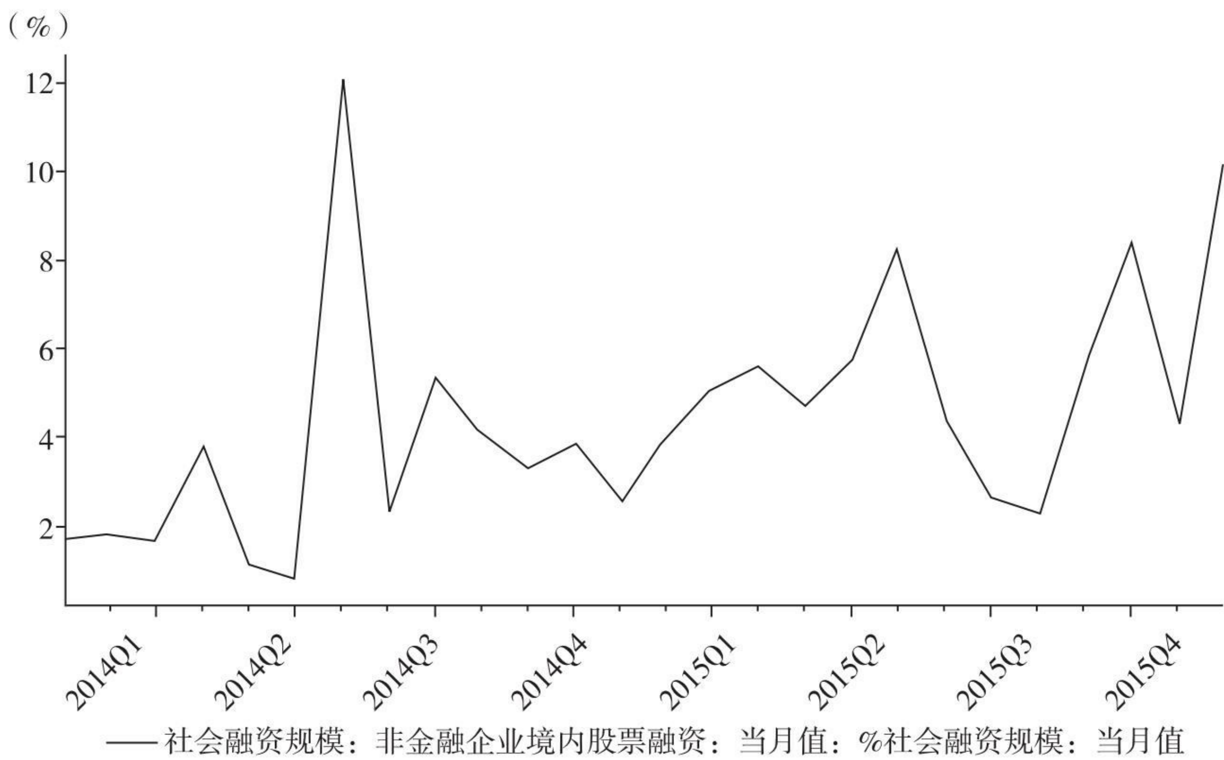


图3.12 股票融资占社融比重

资料来源：Wind

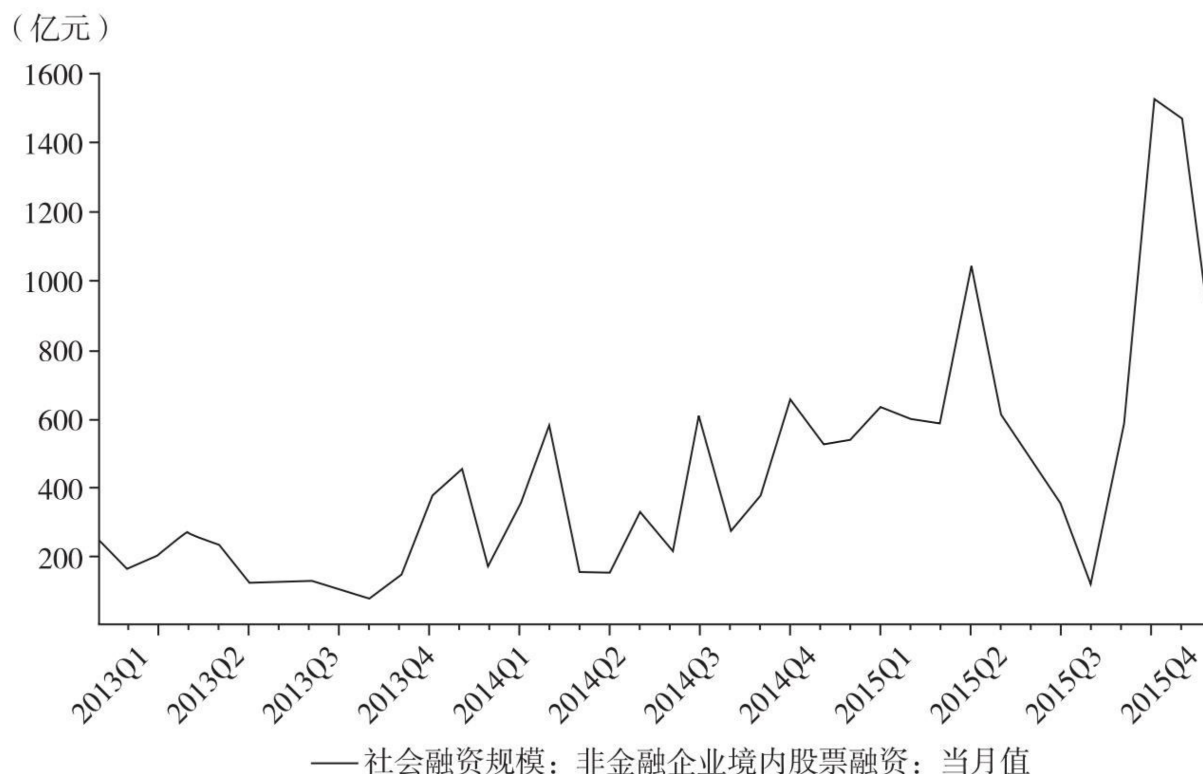


图3.13 股票融资规模

资料来源：Wind

需要注意，在这一时期，IPO并未重启。那么股票融资从何而来呢？答案是定向增发。事实上，定向增发一直是股票融资的主要渠道，即使在2015年第二季度，IPO规模达到历史最高，但依然仅为定向增发的1/3左右。2015年11月开始，定向增发大爆发，导致股票融资规模不降反升（见图3.14）。

对于这一现象，可能的解释是：第一，上市公司需要大量资金进行并购重组，结合前文的并购重组数量可以验证这一点；第二，上市公司开始认为经济有企稳回升的可能，这可与2015年第四季度固定资产投资回升相印证；第三，投资者对股票市场的长期信心恢复，或者至少认为股票的市值已经跌至价值投资区间。

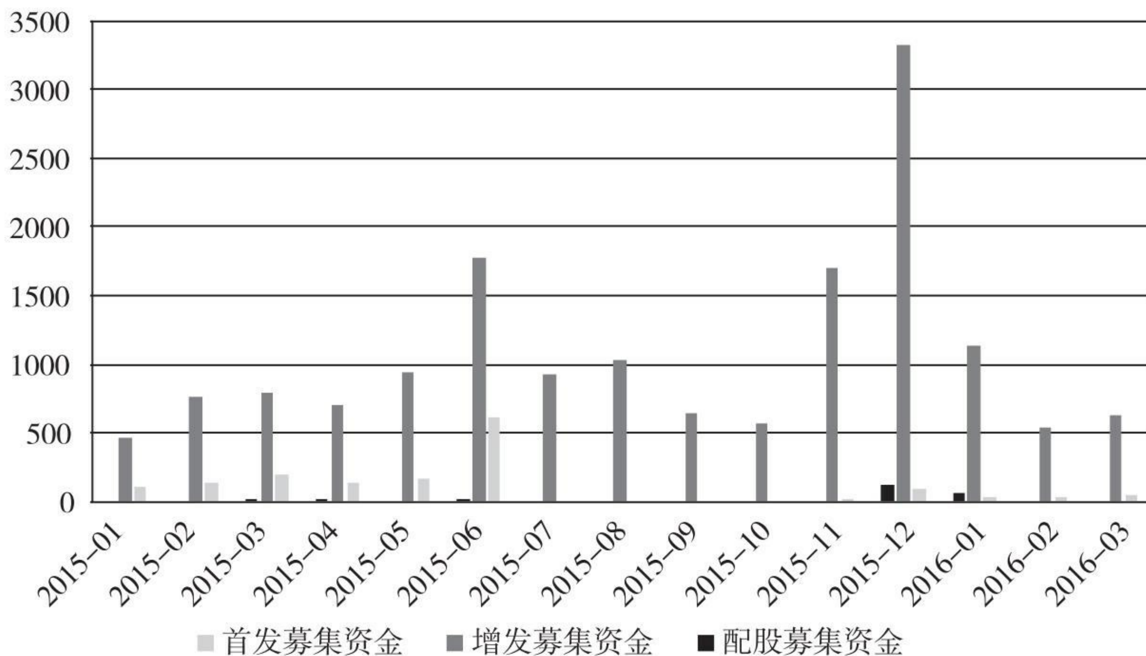


图3.14 股票融资的结构

资料来源：Wind

对于社会融资方面，基本结论是：第一，股票牛市确实显著增加了股票融资占社会融资的比重，尽管通过股票牛市来促进直接融资并不合适，但是不可否认确实能起到作用。第二，在股市暴跌期间，股票融资活动受到明显抑制，一方面IPO暂停，另一方面定向增发也大为减少。第三，在股市相对平静之后，定向增发规模快速攀升，尽管IPO并未重启，但是股票融资占社会融资的比重居然回升至2015年6月高点。可能与上市公司并购重组、扩大再生产、投资者长期信心恢复有关。

对于上市公司高管而言，减持所持公司股份是个人筹资的重要方式之一，牛市行情下尤为如此。2015年1~5月，上市公司高管累计减持37250451.42万元，累计增持1294383.50万元；6~12月上市公司高管累计减持12591685.39万元，累计增持26203589.25万元。对比可见，股市暴跌引发股票市值缩水，上市公司高管减持金额随之减少，对个人筹资活动形成一定压制。此外，受股市暴跌期间监管部门鼓励增持行为的号召，下半年上市公司高管增持金额明显上升，进一步限制个人从股市中

获得财富。

专栏3.4 证监会“松绑”规则鼓励股东、高管增持

中国证监会2015年7月8日连发两文，明确支持上市公司控股股东、持股5%以上股东（以下并称“大股东”）及董事、监事、高级管理人员通过增持上市公司股份方式稳定股价。同时，要求上市公司大股东及董监高人员在6个月内不得通过二级市场减持本公司股份。

证监会支持上市公司大股东及董监高人员增持本公司股份的具体举措包括：

允许近期减持过股票的产业资本通过证券公司、基金公司定向资管等方式立即在二级市场增持本公司股票，所购股票6个月内不得减持。

近期股价出现大幅下跌，连续十个交易日累计跌幅超过30%的，上市公司董、监、高人员增持本公司股票且承诺6个月内不减持的，可以不受定期公告前30日、业绩预告或快报公告前10日等窗口期限制。

上市公司大股东持股达到或超过30%的，可以立即增持2%股份而不必等待12个月。

鼓励上市公司大股东及董监高人员在本公司股票出现大幅下跌时通过增持股票等方式稳定股价。

上市公司大股东及董监高人员增持上市公司股票应按照法律法规规定，及时履行报告和信息披露义务。

通知内容已自7月8日开始施行。

近期A股市场出现非理性下跌，多家上市公司大股东及董监高提出，其公司股价已经明显具备投资价值，准备增持股票，但受限于

《证券法》中关于短线交易的规定，以及7月属于半年报窗口期等规定，公司大股东及董监高近期无法增持股票。

证监会新闻发言人7月8日表示，6项支持增持的规则出台，将有利于产业资本抓住机会，在合理价位增持本公司股票，同时避免公司股价出现非理性下跌。

据了解，已有相当数量的上市公司大股东及董监高拟于近日增持本公司股票。

此外，经证监会与国资委沟通，国有控股上市公司的控股股东及董监高通过二级市场增持本公司股票，无须事前报请国资委批准，仅需履行自身决策程序即可。同时，财政部也表示，支持国有金融企业在股价低于合理价值时予以增持。

（证监会）

二、对消费的影响

（一）理论基础

基于财富效应，股市暴跌对居民消费存在抑制作用。股市上涨时期，居民可将部分资产投资于股市以获取盈利，从而促进消费，形成投资—获利—消费的传导机制。而在股市暴跌时期，股价下跌导致居民财富缩水，从而抑制消费。

但是，根据诺贝尔经济学奖得主莫迪利亚尼（Modigliani）所提出的“生命周期—永久收入假说”（Life Cycle-Permanent Income Hypothesis），只有消费者相信收入的增加是永久性的时候，才会把增加收入中的大部分消费掉。而股市上涨导致的收入增加可能令消费者认为是短期收入，因此并不一定会导致消费的显著变化。

此外，与股市疯牛对投资的挤出效应类似，对消费也存在挤出效应。在股市上涨时，消费者面临两个选择：减少消费增加股市投资从而增加远期消费，或者卖出股票增加当期消费。在股市上涨预期还存在时，理性投资者会选择减少当期消费增加股市投资，而不是卖出股票去消费，也就是说，股市上涨对消费存在抑制作用。从量级上来看，股市确实可能对消费产生影响：单月社会消费品零售总额为2.5万亿元左右，股市疯涨时期股市月成交量较平时增加为20万亿元，上市公司市值月增幅为6万亿元左右。

（二）此轮股市异常波动的影响较为复杂

从图3.15中可以看到，2014年第三季度股市开始加速上涨，社会消费品零售总额同比开始一路下跌，至2015年4月跌至最低点10%。5~6月消费同比开始回升，而同期股市达到最高点。股市暴跌开始之后，消费同比不仅没有下滑，反而继续上行，至2015年底达到11%。2016年1~2月，股市出现新一轮暴跌，同期消费同比出现较明显的下滑。

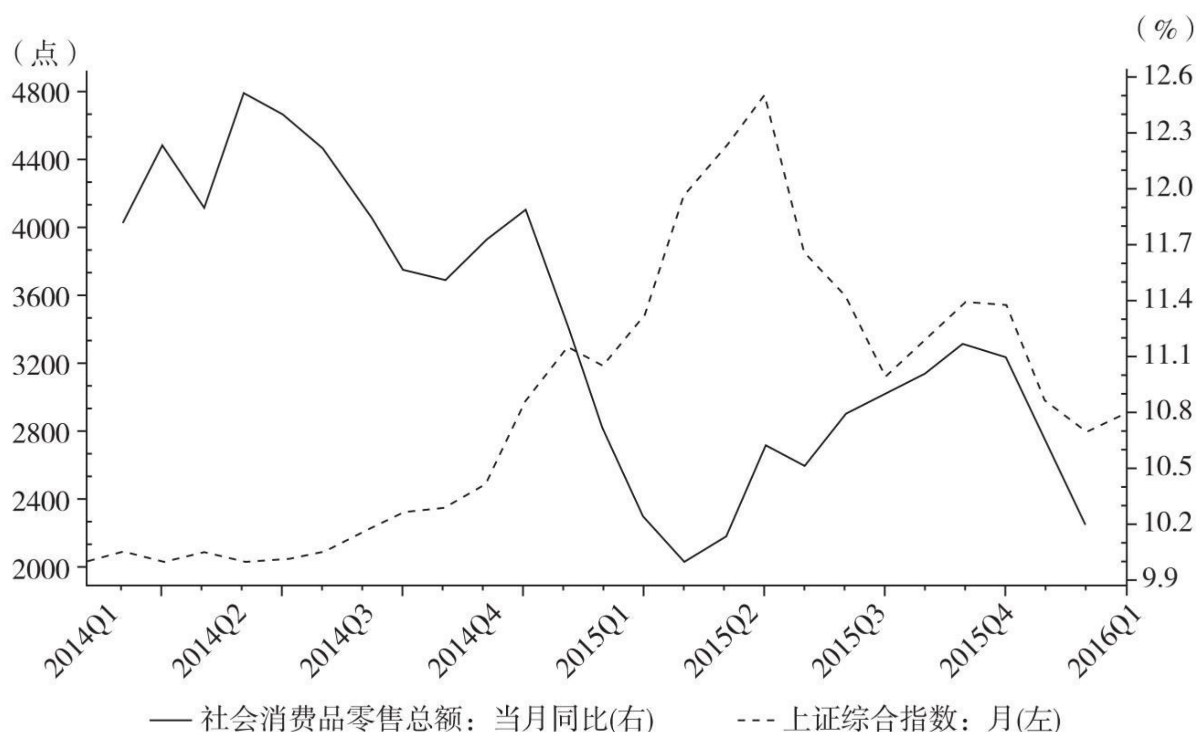


图3.15 上证综指和社会消费品零售总额同比

资料来源：Wind

基本结论如下：

第一，在股市上涨的前期和中期，股市对消费有抑制作用。主要原因是：一方面，消费者并不认为股市增加的收入是长期收入，因而不会因此显著改变消费习惯；另一方面，消费者可能会减少当期消费增加股市投资，以获取未来的更多消费。

第二，5~6月股市高位时消费开始恢复，表明股市财富效应开始显现。此时距离股市上涨已经将近一年，距离股市成交量显著放大已经接近半年，因此对部分投资者而言，股市投资收益可以看作永久受益，从而增加消费。同时，股市风险越来越大，存在从股市部分撤资的需求。

第三，2015年7~8月股市暴跌对消费影响很小，而2016年1月股市暴跌对消费影响较大。从跌幅看，2015年7~8月跌幅更大，但是对消费的影响反而更小。对于这一现象，目前尚无合理的解释。

三、对金融业的影响

此次股市异动对金融业整体影响较为显著。从金融业对GDP同比拉动来看，一般情况下金融业贡献的GDP增速为0.7%左右，而2015年6月则达到了1.5%的历史峰值。换句话说，2015年第二季度GDP同比增长7%，其中有20%是金融业贡献的，而通常情况下这一比例应当是10%左右。

股市异动之后，金融业对GDP同比的拉动持续下滑，至2015年12月已经降至0.9%，基本回到正常水平。可见，金融业对GDP的影响是脉冲性质，股市疯涨时额外拉动GDP 0.5%左右，但随着股市下跌，最终将

回归正常水平（见图3.16）。

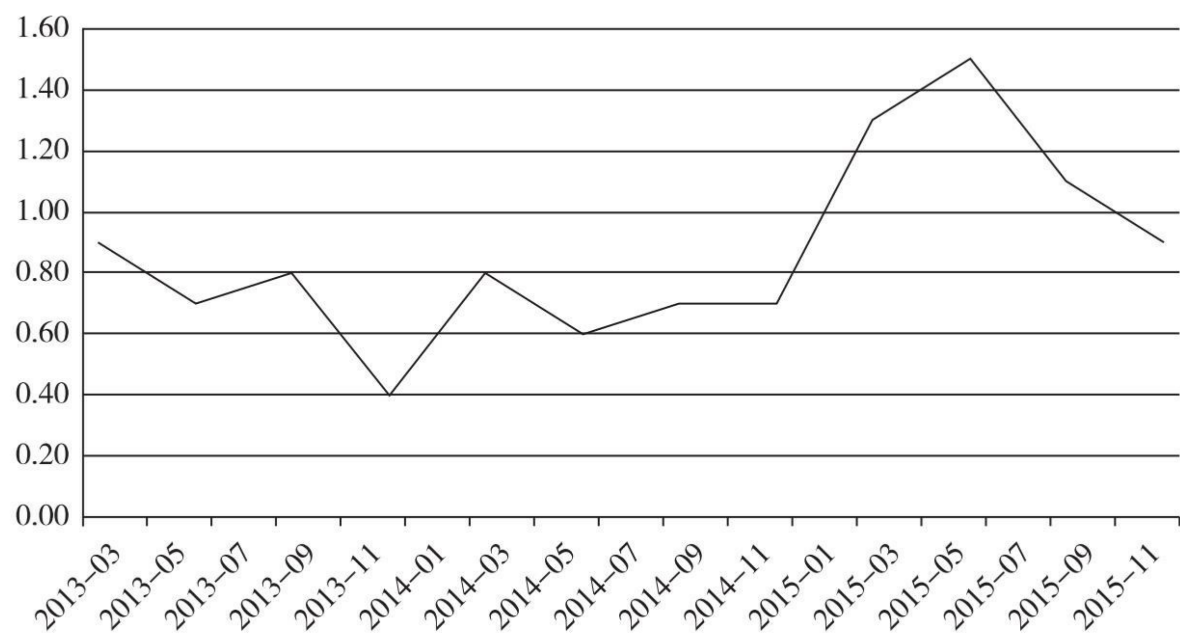


图3.16 金融业对GDP当季同比的拉动

资料来源：Wind

四、对创新创业的影响

股市异动对创业投资存在一定负面影响，但不足以逆转创业投资高峰浪潮。对比2013年可见，2014年末以来创业基金投资规模及活跃度明显提高，尤其2015年上半年受牛市行情驱动，投资规模一路攀升，7月已达到526.77亿元的高峰（见图3.17）。尽管股市异动期间投资规模及次数均有下滑，但较往年相比仍处于高位，表明股市异动对创业投资存在一定负面影响，但并非决定性因素。

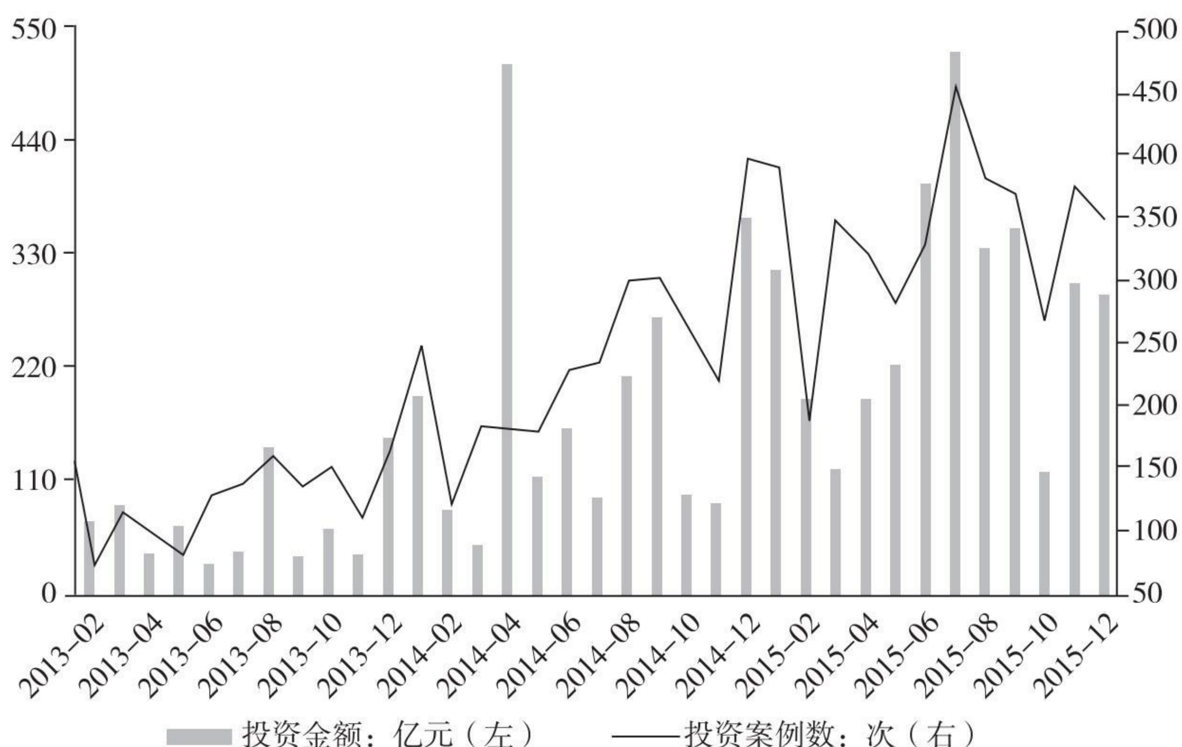


图3.17 创业投资基金情况

资料来源：Wind

五、对全球经济的溢出效应

股市异动对中国经济带来冲击的同时，也通过外溢效应对全球经济产生了一定的负面影响。根据IMF working paper[注]的估算，中国经济下滑对全球经济造成的全局冲击十分显著。

第一，中国经济增长率下降1个百分点将在短期内导致全球经济下滑0.23个百分点；第二，中国因素引发的国际金融动荡具有伤害性，全球经济将在短期内下滑0.29个百分点；第三，中国经济金融的“系统重要性”体现在全局维度上，不仅全球经济增长遭受冲击，国际油价、资本市场和各期限利率水平等均会受到复杂的影响。

股市异动期间，金融业对GDP增速拖累显著，无疑会通过外溢效应给全球经济带来全局性的负面影响，不利于全球经济的稳定与复苏。

---

1. 陈彦晶，周磊.托宾Q理论的解读及应用［J］.经济研究导刊，2006（3）.
2. IMF working paper: China's Slowdown and Global Financial Market Volatility: Is World Growth Losing Out?

第四节
中国股市异动的其他影响

一、政府声誉损失及市场信心危机

此次股市异动爆发前的牛市带有浓厚的“国家牛市”色彩，导致股市异动出现后投资者的不满，政府救市的道义责任空前沉重，可以说不得不救，“明知不可为而为之”。不少投资者还是秉承一个简单逻辑：此次牛市是政府政策推动起来的，官方媒体和监管官员都讲了话，做了大量的动员。正是因为相信政府，普通投资者才会大量入市。因此，股市泡沫破灭也要归罪于政府。

股市异动发生后，广大投资者遭遇损失。以股指来衡量，政府救市难言成功，引起外界对政府管理经济的能力和手段的质疑。中国政府对市场强有力的调控创造了长达三十多年的“中国奇迹”，也使很多人相信中国政府官员们对经济的管理比西方那些“平庸的同行”更有水平。但此次股市异动反映出政府在管理金融市场方面的短板。股市异动来临时的举止失措，甚至“药石乱投”，严重打击了市场对中国政府管理金融体系能力的信心。许多投资者在本次股市异动中损失惨重，退出市场后就没有太大意愿进入，资本市场人气不足，影响中国资本市场的长期健康发展。特别是近年来中国政府逐步致力于金融市场的对外开放，吸引国际资本进入。此次股市异动可能令外资对中国金融市场风险的预期大为提高。

二、经济预期更加悲观

股市异动的出现动摇了国内外市场的信心，包括对中国经济的信心，以及对虚拟经济、金融市场稳定性的信心。2015年8月18日，中国股市第二轮的暴跌触发了全球主要发达国家股市的轮番暴跌，其主要原因就是国际投资者对中国经济前景极度悲观，认为中国也将出现类似日本的“失去的二十年”，认为股市异动是中国增长模式难以为继的信号。中国正处于“三期叠加”的重要窗口，对经济增长的信心会影响实体经济的投资意愿，资本市场异动虽然对固定资产投资的暂时性影响较小，但中长期影响仍值得关注。

三、股市制度重建成本

（一）资本市场改革延缓

党的十八届三中全会以来，政府致力于推动市场化改革，资本市场的改革与对外开放是重要组成部分。但在股市异动中，为了防止股市下跌，部分改革措施暂停。从大方向来看，中国资本市场的改革仍将继续，但改革步伐却已经延缓，其中最典型的是新股发行制度改革的延迟。《关于2015年深化经济体制改革重点工作的意见》明确提出实施股票发行注册制改革。2015年4月下旬，证券法修订草案已经过全国人大常委会第一次审议，草案明确了实施股票发行注册制的基本思路。按照立修法程序，证券法修订草案须经过三次审议并修改完善后方能发布实施。当时市场的普遍预期是，草案可于2015年10月左右完成全部审议程序，届时实施注册制将具备法律前提。然而，股市异动发生后，为防止市场扩容对股价再次产生冲击，不仅注册制改革延缓，新股IPO节奏也受到控制。政府开始重新审视中国资本市场改革，证券法的修订也被延后。

股市异动的发生令监管部门心有余悸，未来在推进改革时必定更加慎重。

（二）股市制度重建

股市异动反映出中国股市存在着制度缺陷，股市异动过后，中国股市也随之进入制度重建期。

首先是解除紧急状态，恢复市场常态。股市异动期间，政府对股市管制增强，救市告一段落后，先要恢复股市的正常交易机制，一些临时性的行政管制需要取消，比如企业IPO的正常化。

其次是需要针对股市异动暴露出的问题，完善相关制度，实现市场的良性发展，这将是一个长期的过程。此次股市异动中暴露出来的监管分割、监管能力低下、交易机制不配套、应急机制欠缺，以及股市长期存在的退市制度不完善、分红制度不完善、市场结构不完善、信息披露不充分、投资者保护不足等问题，都需要实现变革，任务十分艰巨。

（三）对金融工具的再认识

众多的金融工具和金融创新在股市异动中扮演重要角色。伞形信托、场外配资是股市“疯牛”的重要推手。股市异动爆发后，股指期货、融券等做空机制又加剧了股市的“快熊”。在本轮股市异动中，上述工具可谓臭名昭彰，人人喊打，监管机构也对这些工具进行了限制甚至叫停。但需要正确地认识上述工具。以做空机制为例，成熟的股票市场都有完善的做空机制，做多机制和做空机制的平衡有利于维持股市的稳定；做空机制不完善、市场单边做多也是本轮股市暴涨的重要原因。中国股市要持续向前发展，必须不断地进行制度改革和金融创新，引入和完善更多的金融工具。但与此同时，需要加强监管，防止金融工具和金融创新成为市场波动的根源。如何驾驭这把“双刃剑”，十分考验金融监管者的智慧和技巧。

第五节
结语

总的来说，2015年的股市异动对中国的金融市场和经济的各方面都产生了较大影响，但对经济影响不十分显著，金融影响大于经济影响，信号作用大于实质作用。

本次的股市异动导致了金融市场中其他指数下跌，外汇利率下降，人民币贬值压力加大，同时导致了全球其他资本市场的暴跌；国内各金融机构如银行、证券、保险、基金等都受到了一定程度的损失，但金融机构的整体运营在此次股市异动中未受到严重影响，依然稳健，并且股市、汇市、商品市场共振并未引发全局性金融风险。

同时，此次股市异动使金融监管机构意识到了监管中存在的漏洞，并且为今后股市制度重建和金融改革指引了方向。此次的股市异动可以看作是中国经济从高增长进入稳定增长的一个信号，政府的鼓励投资和股市的政策牛市所带来的盲目投资热情最终在经济周期面前消退。股市异动降低了国内外投资者对中国经济的信心，但它并不是导致中国经济增速放缓的主要原因，更多的是中国经济中的深层次问题凸显的一个表现。

第四章
期待中国股市浴火重生

2015年6月到2016年1月底，上证综指跌幅超过40%，下跌速度创中国股票市场之最。随着股市的暴涨暴跌，以及救市措施的相继出台，中国股市成为海内外各方舆论的焦点。本次股市异动暴露了中国资本市场的不成熟和不完善。如何消除资本市场的不健康因素，如何才能凤凰涅槃重获新生，根本的着力点在于改革。

第一节
本次股市异常波动的启示

一、必须关注货币政策的溢出影响

本次中国股市泡沫产生的重要背景之一是2014年以来持续的流动性宽松。2013年以来，宏观经济增速下台阶，实体经济经营环境恶化，信贷风险上升，银行坏账率上行，风控收紧，加上利率市场化的影响，实体经济尤其是产能过剩行业和中小微企业出现融资难、融资贵现象。从2014年11月开始到2015年5月底，央行进行了3次降息、2次降准，1年期存款基准利率由3%下调到2.25 %，大型金融机构的准备金率由20%下调至18.5%（见图4.1）。

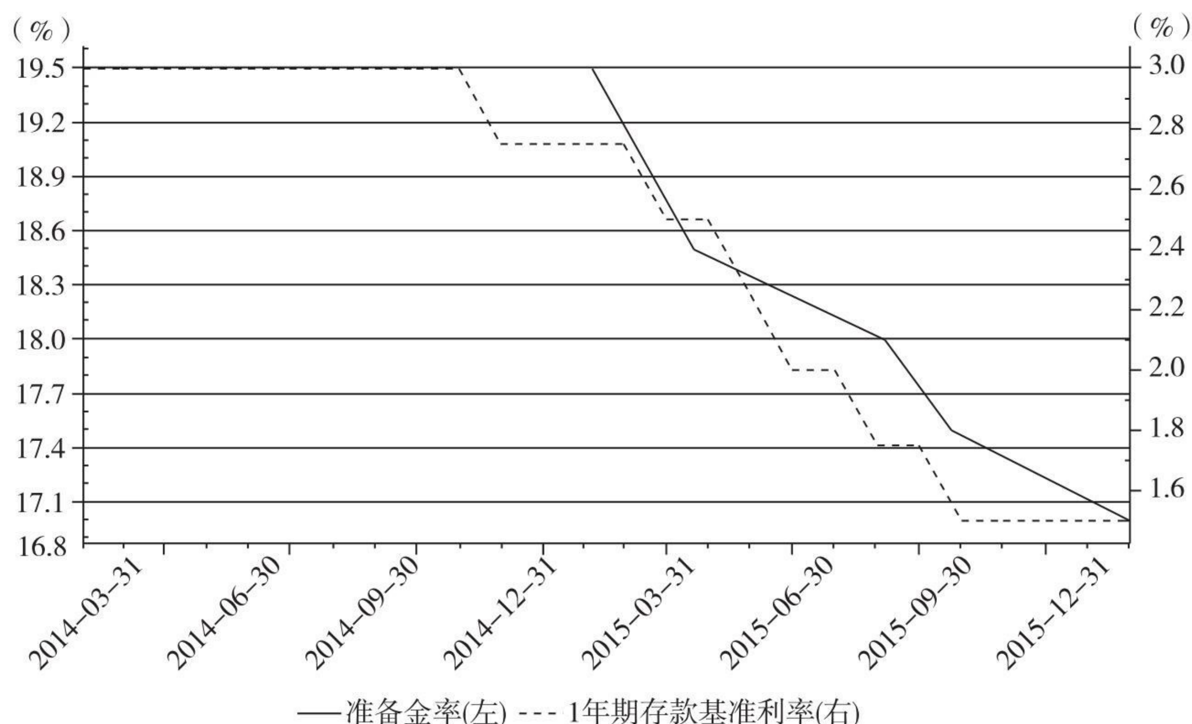


图4.1 央行连续降准降息

数据来源：Wind

早在2014年中期之后，由于实体经济出现较为明显的连续下滑，同时中国财政部门开始对预算体制进行改革，因此市场产生了非常强烈的货币政策放松预期，甚至出现“中国版QE”的呼声。通过这次的股市异动，课题组认为，必须清晰地认识到：中国当前仍然处于经济中高速发展阶段，金融市场体制机制并不健全。从宏观经济的角度来讲，过度放松货币政策有可能过度促进总需求膨胀，不利于经济结构转型；从宏观审慎的角度来讲，由于市场体制机制不健全，货币政策导致资产泡沫的风险会带来严重的金融系统性风险。

货币政策是重要的总量调控工具，对抚平经济周期有非常重要的作用。但在现代经济金融环境下，由于资本市场迅猛发展、金融创新层出不穷的影响，货币政策逆周期调节的溢出效应持续扩大且更加难以控制。所以，货币政策操作必须配合宏观审慎管理，方可达到稳增长和防风险的双重效果。

第一，由于金融风险存在且传染链条延长，货币政策的负向溢出难以估量，需要以宏观审慎应对货币政策下的系统性金融风险。1985~1990年的日本泡沫中，房地产与资本市场泡沫叠加，泡沫破裂后，财富效应向负财富效应转化得十分快速且激烈，导致日本陷入了“失去的二十年”。本次我国股市暴跌中，外汇市场剧烈震荡、流动性出现枯竭状况、企业利润雪上加霜。由于金融传染的复杂性，事后处置的难度不断增大，因此事前建立覆盖全方位的宏观审慎监管框架最为重要。

第二，全球金融一体化加剧，溢出与回溢效应影响叠加，应当建立全球联动的宏观审慎处置机制。当前，金融市场一体化逐渐加深，全球资本市场同步性提高，这意味着货币政策的溢出和回溢效应在全球范围内显著增强（见图4.1）。在2015年，美联储加息、中国降准降息等都给国际资本市场带来重大影响。基于此，全球主要国家货币当局之间的协调配合应当加强，增强沟通机制以应对全球风险。

第三，转型期全局宽松无法兼备结构调整功能，宏观审慎由于事关经济发展全局，不应局限于一行三会体系内，应当建立由更高层级领导的宏观审慎控制机制来配合货币政策效果。经济“三期叠加”时期，货币政策效果边际减弱，由于经济冷热不均，传统意义上所说的观察目标等都面临一定的失效。这意味着金融监管当局很难掌控政策效果的全局性信息，不能预判货币政策的溢出效应，因此需要各个部门之间的协调沟通配合。

专栏4.1 第一例国企公募债券违约

保变电气（600238）4月21日晚间公告，公司获悉天威集团发布了《保定天威集团有限公司2011年度第二期中期票据2015年应付利息未按期付息的公告》，天威集团中票未能按期付息。此举也被认为是国企债券违约首例。

公告称，天威集团2011年度第二期中期票据（11天威MTN2）应于4月21日兑付利息，由于天威集团发生巨额亏损，未能按期兑付本年利息。

本期债券发行规模为15亿元，债券利率为5.70%，本期应付的利息为8550万元。该债券原评级为主体债项均为AA+，当前最新评级已被下调至BB。

未能按期兑付的原因，天威集团表示，2014年天威集团累计利润总额亏损101.40亿元。其中，经营性利润-11.3亿元，主要来自于新能源产业；同时，基于谨慎性原则天威集团计提减值准备83.41亿元。由于天威集团2014年度发生巨额亏损，资产负债率急剧上升，融资能力丧失，资金枯竭，虽经多方努力，仍未筹措到付息资金，因此2011年度第二期中期票据2015年应付利息未能按期兑付。

天威集团表示，后续将继续努力通过资产处置等各种方式筹措偿付资金；积极配合召集人召开持有人会议，参与商议违约后投资者保护措施。

天威集团持有保变电气22.96%的股权，为公司“ST天威债”的担保方。

据中债资信数据，自2011年以来，天威集团净利润已连续四年亏损，且亏损额度不断放大；截至2014年末，天威集团账面总资产129.17亿元，总负债额209.53亿元，已处于严重的资不抵债状态。

（汪术勤）

表4.1 从钱荒到资产荒的演变

表外融资膨胀带来银行的影子与影子银行（2013～2014）	银行体系信贷受存贷比、表内信贷投向与资本充足率约束； 地方政府融资、房地产泡沫与过剩产能需求无法通过表内信贷满足，绕道表外融资； 银行理财、信托产品、房地产投资活跃
债权刚兑打破，股权资产重兴（2014.10～2015.6）	影子银行与非标业务监管加强，与地方政府融资受限，实体经济下行导致高收益信托、债券刚兑打破； 股权价值洼地显现，“一带一路”“互联网＋”、注册制等改革预期带来价值重估需要； 配资和两融受益权、打新等权益类投资快速增长
预算软约束部门信用风险高企，股市去杠杆导致资产荒（2015.6至今）	银行贷款及网贷行业信用事件频发，债权类资产谈虎色变； 股市去杠杆引起宽幅弱势震荡，打新遥遥无期使股权类资产蒙上阴影； 资产配置难使流动性被迫衰退性宽松，相对低收益银行理财王者回归； 地方债务、房企非标转化为地方债、公司债等标准化资产，同业理财、信托及其他受益权等应收账款类投资发展迅速

资料来源：课题组根据公开资料整理

二、必须厘清政府与市场的边界

政府与市场的关系是中国改革最重要的命题之一，中国股市的种种乱象很大程度上与政府和市场关系失当有关。最深层次的问题是，政府总是希望市场按照对国家最有利的方式来运行，而忽略了市场自身的规律。政府干预市场，结果往往是市场失灵。回到本次股市异动，监管部门从2015年1月就已经意识到配资杠杆风险，并开始着手处理。4月，监管部门再度发文要求券商不得以任何形式参与场外股票配资、伞形信托等活动，不得为场外股票配资、伞形信托提供数据端口等服务或便利。但1月和4月的两次降杠杆行动都是虎头蛇尾，原因在于清查配资行为导致了股市立竿见影的下跌。股市下跌后，监管部门立即中止了清查配资的行动。

为何金融创新在防范系统性风险方面不断出现姑息纵容现象？问题

的关键在于没有处理好政府与市场的关系，政府往往希望市场为政府目标服务，结果却常常是市场扭曲和市场失灵。研究国内外历次金融危机，可以发现历史总会有惊人地相似。金融创新在初期阶段通常符合政府的某种政策倾向目标，所以很容易获得国家的认可或默许，从而监管机构往往采取有意漠视或滞后措施，国内和国外的情况均是如此。

以美国次级贷款为例，次贷产生的背景是美国政府希望金融部门通过金融创新实现“居者有其屋”，政府为“两房”信用背书，并采用低利率政策；回到中国，“同业非标”、股市杠杆配资在特定时期也得到了政府默许。

专栏4.2 美国次贷危机发生的背景[注]

2001年1月至2003年6月，美联储连续13次下调联邦基金利率，使利率从6.5%降至1%的历史最低水平。宽松的货币政策降低了借贷成本，促使美国民众纷纷进入房地产领域。银行也扩大向信用度极低的借款者推销住房贷款，也就是发放次级抵押贷款。因此，美国的次级抵押贷款市场迅速发展，规模不断扩大，房地产市场泡沫日益膨胀。

2004年6月至2006年6月，美联储连续17次提息，将联邦基金利率从1%提升到5.25%。利率攀升大大加重了购房者的还贷负担。自2006年起，美国房市大幅降温，房价下跌，购房者难以将房屋出售或者通过抵押获得融资。这种局面直接导致大批次级抵押贷款的借款人不能按期偿还贷款，次贷违约率不断上升。2007年4月2日，美国第二大次级抵押贷款机构21世纪金融公司向法院申请破产保护，次贷危机开始显现。此后，其他一些提供次贷的金融机构相继出现财务危机，到2007年夏天，次贷危机全面爆发。

（摘自《背景资料：美国次贷危机》）

从政府的角度分析，第一，债权时代向股权时代迁移，是一个漫长的过程，股市暴涨把大家的目光吸引过来，然后需要一个慢牛行情给予消化；第二，国企改革也不是一蹴而就的，也需要慢牛行情支撑；第三，让股市创造财富效应，然后刺激居民消费，使得经济进一步复苏；第四，在长期的经济逆周期中，货币政策的宽松也会支持慢牛行情演绎。可见股市慢牛行情，简直就是完美。

但是“理想很丰满，现实很骨感”。政府希望股市“慢牛”，从而为创新、扩大直接融资比重等国家战略服务，可是按照市场的逻辑，这是不可能实现的。如果投资者确定股市将“慢牛”，那么所有投资者都会在最开始就进入股市，以求获得最大的收益，而一拥而上的结果就是“疯牛”。如果真的出现了“慢牛”，那必然是有一部分人觉得会涨，一部分人觉得会跌，市场上涨产生阻力。需要强调的是，在当前我国“一行三会”作为国务院直属机构、同时“分业经营、分业监管”的体制下，监管机构的行为扭曲更加严重。比如，更加容易出于行业利益保护而监管“放水”竞争等，这些都会导致金融系统风险急剧增加，成为影响中国金融市场健康发展的最大障碍。市场不应当被赋予政治任务，只有市场化的市场才能发挥最大的效用。

因此，要厘清政府与市场的边界，关键在于明确监管的定位，划定监管权限范围。首先，法律法规是监管部门执法的最终依据，应当确保监管有法可依，有法必依。我国的监管的一大关键问题在于：许多监管原则并未在重要的法律中有所体现，监管随意性较强。其次，缩减监管部门职责，不能把监管部门当作宏观调控的执行者。在我国，监管部门不仅要负责对监管对象的监管，还要维护其长期快速发展。在这样的状况下，监管成为宏观调控的执行者，被监管对象成为被指挥的部队。这种监管模式导致“父爱主义”泛滥，不利于市场的真正长期健康发展。最后，中国应当坚持分业监管，术业有专攻，但不等于分机构监管，而应当贯彻功能监管原则，避免产生监管空白。

贯彻党的十八届三中全会提出的“经济体制改革是全面深化改革的重点，核心问题是处理好政府和市场的关系，使市场在资源配置中起决定性作用和更好地发挥政府作用”，是从根本上避免此类泡沫的核心。政府要做的是建好比赛场地，制定好规则，做好裁判，至于赛场中谁赢谁输，比赛是否精彩，都不是政府该管的。政府应当专注于建设金融基础设施，制定相对稳定、公平公开的市场规则，并尽力承担监管职责，这需要政府从理念层面进行改革。

三、必须理顺监管与创新的关系

参照国外成熟的金融市场的发展经验，经济增长模式从要素、投资驱动阶段升级到创新、财富驱动阶段时，利率市场化改革、金融创新、混业经营是金融大市场从割裂迈向统一的动力引擎，传统分割、依附型监管升级为功能型统筹监管。

金融创新的本质是资金流向投资回报率最高的领域，这些领域往往存在监管真空或者监管失当。资金是逐利的，资金只考虑投资回报率（钱能产生多少钱），而不会考虑资金使用效率（钱能产生多少效用或者GDP）。投资回报率高并不是对应于资金使用效率高的部门或企业，越是发展中国家等不成熟的市场，两者之间的偏离度越大。从经验上来看，中国投资回报率最高的部门，往往就是存在监管真空的、寻租空间大的部门，“资金大量流入+监管真空”，就会导致金融风险系统性暴涨，从而带来十分严重的后果。

金融创新是否“技术中性”？市场很多观点认为，金融创新是中性的，即“技术无罪”，有罪的是使用者。这一逻辑实际似是而非，因为金融创新的本质是突破监管，这实际增加了金融系统风险。以场外配资为例，场外配资的低门槛和高杠杆率使得大量散户在股票现货市场进行杠杆交易，使得股票现货市场成为事实上的期货市场。期货市场的门槛很

高，只向具有一定风险承受能力、一定金融市场投资经验的投资者开放，从而减少期货市场的金融系统风险。当现货市场变为期货市场，且市场参与者是大量散户，市场风险就会急剧增加。这正如枪支本身是中性的，但是很多国家禁止公民携带枪支。因此，即使金融创新是“技术中性”，但仍需要甄别金融创新对金融市场的影响，确保金融创新与使用者相匹配，降低金融市场系统性风险。

单一监管最终能否消灭金融危机？无论是国内还是国际都得不出肯定的结论，监管的意义在于使危机爆发可能性尽量低、造成损失尽量小。特别是在金融产品日益复杂、跨境跨市场频繁的环境下，没有央行参与的监管显得被动，往往在酿成系统性金融风险后无力解决。其中一个重要原因是，金融创新是进攻方，监管是防守方，而主动权是掌握在进攻方手中的。但是，作为防守方，理应制订尽可能完善的防守方案，将风险降低到最小。将“反正也防不住”作为放松监管的借口，结果只能是损失的成倍增加。监管的目标应当是在危机之前将金融系统风险降至尽可能低，使得金融危机爆发后的危害降至尽可能小，现有监管体制已经无法实现这一目标。

近年来金融市场创新不断，但是与金融创新相对的监管却明显滞后。本次股市暴涨背后的重要原因是大量资金通过各种金融创新进入股市，包括融资融券、股票收益互换、单账户结构化配资、伞形结构化信托、互联网及民间配资等。各类配资产品分归不同监管部门管理，政府缺乏股市杠杆的具体数据。在股市暴涨过程中，监管部门无法判断潜在的金融系统风险，在股市暴跌过程中，难以确定救市的目标和所需资金的规模。

对互联网金融创新的监管明显不足，成为一个越来越严重的问题。近年来，由于互联网技术的广泛运用，大大降低了金融业经营者和投资者的准入门槛，我国互联网金融平台出现了爆发式增长。它一方面弥补了正规金融服务的不足，另一方面也刺激了普遍的金融监管套利。而监

管部门对这类金融活动大都是既无管理也无数据，以致尾大不掉、养虎成患。正是因为对通过HOMS系统接入的场外配资活动底数不清，导致相关清查行动触发了本次股市的剧烈调整。

专栏4.3 《关于制定“十三五”规划建议的说明》节选

新华网2015年11月3日下午刊发《习近平:关于〈中共中央关于制定国民经济和社会发展第十三个五年规划的建议〉的说明》(以下简称《说明》)。

《说明》指出，近年来，我国金融业发展明显加快，形成了多样化的金融机构体系、复杂的产品结构体系、信息化的交易体系、更加开放的金融市场，特别是综合经营趋势明显。这给现行的分业监管体制带来重大挑战。党的十八届三中全会就加强金融监管提出了完善监管协调机制的改革任务。

近来频繁显露的局部风险特别是近期资本市场的剧烈波动说明，现行监管框架存在着不适应我国金融业发展的体制性矛盾，也再次提醒我们必须通过改革保障金融安全，有效防范系统性风险。要坚持市场化改革方向，加快建立符合现代金融特点、统筹协调监管、有力有效的现代金融监管框架，坚守住不发生系统性风险的底线。

《说明》称，国际金融危机发生以来，主要经济体都对其金融监管体制进行了重大改革。主要做法是统筹监管系统重要金融机构和金融控股公司，尤其是负责对这些金融机构的审慎管理;统筹监管重要金融基础设施，包括重要的支付系统、清算机构、金融资产登记托管机构等，维护金融基础设施稳健高效运行;统筹负责金融业综合统计，通过金融业全覆盖的数据收集，加强和改善金融宏观调控，维护金融稳定。这些做法都值得我们研究和借鉴。

（摘自习近平《关于制定“十三五”规划建议的说明》）

四、必须关注股票指数的异常上涨

客观来说，本次股市上涨有一定的合理性。首先，在中国经济新常态的背景下，中国政府正致力于通过新一轮的深化改革和开放实现经济结构转型，应对“三期叠加”。在市场化改革、创业创新、加快对外开放和国际化等诸多方面，政府推出了一系列的举措，中国经济出现了新的气象。

其次，中国居民资产配置标的的转移对股市的上涨具有促进作用。当前中国居民资产配置的构成与发达国家仍有很大的差距。从国际横向对比来看，成熟经济体的居民资产配置中，不动产占比相对较低，而权益类资产的比重高于中国。从目前来看，房地产投资占了中国居民大类资产配置的半壁江山，而股票投资占比（3%）远低于美国（32%），也只有日本的一半（6%）。因此，中国居民大类资产配置向权益类资产方向转移是大势所趋。2014年以来中国股市的上涨，居民在资产配置中增加权益类资产的比重是重要的刺激因素。

然而，股市上涨过快是过度透支未来，加上杠杆和资本利得预期导致了泡沫化。在美好的愿景指引下，在“国家牛市”的舆论引导下，投资者的预期高度一致，市场情绪乐观，相信牛市会持续下去，也认为政府有意愿维持牛市，让资本市场为实体经济服务。于是，投资者在开始阶段便蜂拥进场，市场表现为非理性的“疯牛”“快牛”。然而，改革是一个长期的事业，资本市场将一个长期利好在短期透支了。改革并没有一蹴而就，甚至遇到了困难和阻力，在许多方向和力度上也与市场的预期有差距，加之实体经济继续承压，并未显著回升，导致投资者情绪的失落，结果股市“升得越高，摔得越重”，泡沫最终破裂。

本次股市异常波动集中表现为“疯牛”和“快熊”。2015年初到6月中旬，上证综指从3200点左右涨至5173点，半年时间内涨幅达60%，创业板指数上涨了174%，沪深两市交易量从年初7000亿~8000亿元快速上涨到2万亿元以上。从估值的角度比较来看，根据Wind数据，在5000点附近，非银行石油石化A股整体估值水平为51倍（历史上2009年以来平均值仅有25倍），中小板84倍（历史上2009年以来平均值仅有37倍），创业板142倍（历史上2010年以来的平均值为56.7倍），均远高于历史平均，有较强的去泡沫的需求。

2015年6月，多项因素使得市场流动性趋紧，市场情绪紧张，引发急速下跌。6月15日，股票市场开始了连续急速暴跌。首先是短期的一些因素造成了资金抽离带来短期暴跌；接着由于本次牛市上涨过程中有大量信用交易，短期暴跌使得一部分信用交易触及警戒线或平仓线，部分账户因无法补足保证金而被平仓，进一步加速了市场下跌；紧接着股市的再次下跌会使另一批信用交易投资者面临被平仓的压力，如果保证金得不到补足，同样会被平仓。于是市场就会陷入“暴跌→高杠杆账户被平仓→卖出压力增大→股价进一步下跌→次高杠杆账户被平仓→卖出压力进一步增大→股价进一步下跌……”的恶性循环中。而这个机制很快被市场认识到，一些没有平仓压力的资金就会提前撤离，从而造成市场中流动性逐渐消失，即为“流动性螺旋”。

回顾中国股市，以及世界各国股市中著名的暴涨行情，无一例外的都是暴涨之后必有暴跌，先是暴涨后继以“慢牛”行情的，从未出现。市场人气在一度膨胀进而失控的牛市之后，必然带来的是获利了结的情绪。而这种情绪会形成空方压力，从而多杀多，导致股市加速下跌，进而形成恶性踩踏，历史经验已经多次验证了这个规律。

从个股的角度看，市场主力借助各种各样的“概念炒作”将个股行情推向疯狂，积累了巨大的风险。沪深两市中一些缺乏业绩支撑或透支未来业绩，价格已达“市梦率”的概念股，其暴涨之后必有暴跌！而真正

的“慢牛”行情，可以参考美国股市的历史记录，基本上这些行情都是从一开始就不温不火地涨，一年的幅度不会太大，但往往能够一直涨下去，因为这样的行情根本吸引不了赌徒的关注，股市中更多的是理性的价值投资者。

五、必须坚定推进资本市场改革的决心

对于本次股市异动，要以历史的、辩证的、发展的眼光来看待。股市异动虽然带来了负面冲击，但也具有正面影响。一方面，考虑到中国资本市场只有二十多年发展历史，在逐渐成熟的过程中不可避免地将面临许多“成长的烦恼”，而股市异动提供了发现问题的契机，比如当前中国股市散户为主、机构投资者散户化的情况较为严重。另一方面，股市异动也能驱动金融监管体制改革向前迈进，比如使得政府意识到自己不是万能的、认识到市场的力量、认识到资本市场运行中的体制性问题，从而推动下一步改革的落地。

当前，我国正处于增长速度换挡期和结构调整阵痛期，经济转型成败干系重大，金融改革必须在转型中为经济保驾护航。需要明确的是，发展资本市场并不意味着直接融资绝对优于间接融资，而是在当前我国金融风险过度集中、创新创业大潮涌起、融资难融资贵等问题困扰增大现状下的理性选择。

第一，发展资本市场有利于分散金融风险，改善当前金融风险过度集中于银行体系的局面。尽管2005年后，在社会融资规模总量中银行贷款占据的比重有所下降，但目前占比仍高达70%。《中国金融稳定报告2015》的数据显示，证券、期货与基金业的总体规模仅3万亿元左右，同期银行业总体规模高达172.3万亿元，间接与直接融资差距不啻千里。1997年爆发的亚洲金融危机及欧债危机的先例证明，过度依赖于间接融资体系会导致“大而不能倒”的问题加剧，影响金融稳定和金融体系

作用的有效修复。

第二，有利于推动创新创业，促进经济结构转型。日本“失去的三十年”显示，间接融资占比为主体的模式下，金融“护航舰队”模式仍将持续，经济发展将难以打破原有的政府及大企业主导局面，经济活力将受到极大的影响。间接融资的特点是“双本地”，融资方和投资方均为当地机构，在工业社会，经济主要动力是工业化、城镇化，以信贷等间接融资为主是可以的。直接融资的特点是“双异地”，融资方和投资方均为全国甚至全球机构，更大范围内的双向选择使得价值发现和长期投资成为可能。在后工业社会，经济增长的主要动力是创新，创新的基本特征是高风险、高收益、缺少抵押品，这与信贷等追求低风险、低收益、大量抵押品是矛盾的。中国目前处于经济转型升级的关键时期，通过直接融资吸引异地资金，吸引异地优质资产，因而更适应创业大潮涌起的客观背景，对于国家经济转型升级至关重要。

第三，直接融资市场发展有利于破解融资难、融资贵难题。当前，利率市场化接近尾声，“资产荒”与降准降息叠加的背景下，居民财富从银行体系转移出来，财富结构性调整的浪潮导致当前企业尤其是中小企业的融资利率难降。发展直接融资有利于降低企业融资的中介费用，并且有助于让中小企业通过相应的多层次市场与居民财富对接，解决融资难融资贵问题[注]。直接融资相对间接融资的另一特点是，对于成长型企业而言，直接融资中的投资者愿意以牺牲当前回报为代价来分享未来收益，这使得以直接融资为主体有利于成长型中小企业降低融资成本，解决融资难题。

总之，面对股市异动，政府不能因噎废食地去抑制股市发展，而是要建设更加市场化的股市。监管要适应市场的发展，稳定市场信心，而非把市场从市场化改革的道路上拉回来。在政府坚定市场化改革决心的同时，市场也要对此有所意识，对改革树立信心。双方携手共进，才能推动资本市场日臻完善。

当然，过度、过快地发展资本市场存在风险。美国次贷危机的重要教训之一，就是虚拟经济发展严重脱离实体经济发展，酿成了资产泡沫。然而，虚拟经济脱离实体经济，往往是因为资本市场过度发展，而我国是直接融资发展严重不足。因此，应当秉承建立完善多层次资本市场的信念，继续推进直接融资市场改革，持续发展资本市场。

---

1. 新华网.背景资料：美国次贷危机，http://news.xinhuanet.com/ziliao/2008-12-10/content_10484477.htm.
2. 胡洁.破解融资难、融资贵难题，和讯网，http://bank.hexun.com/2014-12-12/171368839.html.

第二节
本次股市异动引发的深层次思考

一、中国究竟适不适合发展证券市场

经典金融理论根据银行与证券市场在资本市场体系中的作用和地位，把资本市场体系分为以银行为中心的德日模式和以证券市场（股票市场）为中心的英美模式。

在英美模式下，证券市场高度发达且存在活跃的控制权市场，银行规模小、数量多；而在德日模式下，银行数量少、规模大，银行既是企业债权人又是大股东，证券市场则相对较小，不存在活跃的公司控制权市场。

不同资本市场模式还决定了企业不同的融资方式，从而形成了不同的公司治理结构。这两种模式各有利弊。赞同银行为中心模式的学者认为，该模式有利于培育战略投资者和具有长远规划的管理者，而以证券市场为中心的模式下资本市场鼓励投资者的短期投机行为，管理者相应采取"短视"策略；认可证券市场为中心模式的学者强调银行中心模式缺乏灵活、动态的公司控制权市场，且认为一些学者所提出的证券市场中心模式具有"短期症状"的论断缺乏足够的证据支持。

需要看到的是，不同资本市场结构的选择不仅是金融市场结构有效竞争的结果，而且至少部分是由于历史、政治、路径依赖的原因，不是经济上的不可避免性。不存在绝对最优的资本市场模式，任何一个资本市场模式对国民经济的影响都具有两面性，资本市场发展模式选择应因

地制宜。

近年来，我国初步建立起主板、中小板、创业板、代办股份转让系统构成的多层次资本市场体系，以适应多元化的投资与融资需求；上市公司大股东的清欠工作保护了中小投资者的利益，提高了上市公司质量；证券公司的综合治理化解了行业风险，夯实了发展基础；基金的市场化改革带来了行业的迅速成长，并带来了市场投资理念的深刻转变。通过这些改革措施，资本市场的法律体系逐步健全，监管规则日臻完善，层次和结构日渐丰富，市场文化更加理性。

不过，与处于类似经济发展阶段的其他新兴市场相比，以及与境外成熟资本市场相比，中国资本市场在许多方面仍然存在一定的差距。从市场规模、结构到市场效率，从上市公司治理结构到证券期货服务机构的管理水平，从交易所竞争力到各种基础设施的效率，从法律法规的完备性到执法的有效性，都存在着很大的改进空间。

从发达国家资本市场发展的实践来看，资本市场建设是配合一国经济发展战略，提升一国资本市场地位和发展水平，有效控制和防范市场风险，提高竞争力的重要举措。资本市场的发展和完善，既是经济发展到一定阶段的必然产物，又对经济和社会的发展起着重要的推动和激励作用。当前中国资本市场的发展仍然相对滞后，无法满足中国经济转型升级、可持续发展的需要，应当坚定不移地推进中国资本市场的深化改革和全面发展。

二、为什么中国股市总是容易出现暴涨暴跌

纵观中国股市历史，多数涨跌周期与国际市场基本同步：1999~2002年中国股市暴涨暴跌与美国互联网泡沫基本同步，2007~2008年股市暴涨暴跌与美国金融危机也大体一致。从波动幅度来看，

1999~2002年中国股市波动幅度小于美国，而2007~2008年中国股市波动幅度则大于美国。整体而言，2004年之后，中国股市波动幅度高于绝大多数发达国家。特别是2014~2015年的股市异常波动，完全独立于其他国家股市，且波动幅度非常大。

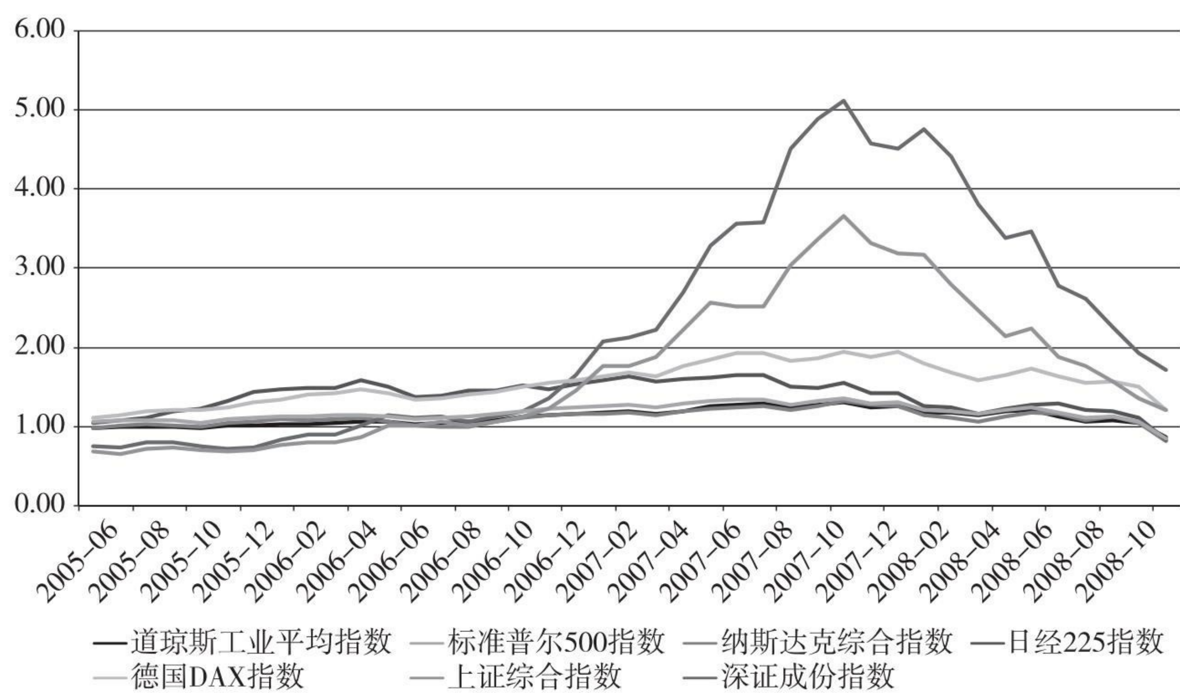


图4.22005年第二季度至2008年第三季度各国股市波动情况

数据来源：Wind

（一）2005~2008年第一轮周期

2005年6月6日证监会推出《上市公司回购社会公众股份管理办法(试行)》，当日股指跌破千点。上午11时6分，上证综指跌至988.32点。打破1000点心理底限后，市场开始了一轮基于价值回归的反转行情，至2007年10月16日，上证综指最高涨至6124点。就在市场陷入疯狂之际，中石油A股上市拉开了这一轮熊市的帷幕，股指从6124点一路下跌到1664点。

同一时期，欧美股市的表现则相对平和得多。在2008年国际金融危

机爆发之前，欧美股市整体呈上涨趋势，但上涨幅度一般不超过100%。金融危机爆发后，欧美股市普遍开始下跌，但跌幅一般为50%左右（见图4.2）。

中国股市这一阶段异乎寻常的暴涨主要原因有：

第一，股权分置改革的实施。2005年4月底，证监会宣布启动股权分置改革。2005年5月31日，证监会、国资委联合发布《关于做好股权分置改革试点工作的意见》。2005年6月17日，中国证监会发布《上市公司回购社会公众股份管理办法(试行)》和《关于上市公司控股股东在股权分置改革后增持社会公众股份有关问题的通知》。

第二，经济高速增长带来市场对企业盈利预期的过分乐观。从2003年开始，中国经济开始实现10%以上的增长。2005~2007年，中国GDP增速从11.3%飙升至14.2%，经济过热。随着GDP的高速增长，企业盈利也迅速增长。工业企业利润增速由20%攀升至30%以上，最高时超过40%（见图4.3）。市场对企业盈利预期普遍乐观，认为企业利润的高增长将持续下去，甚至会加速增长。

第三，热钱流入造成市场上流动性泛滥。自2005年7月21日起，我国开始实行以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度。人民币汇率不再盯住单一美元，形成更富弹性的人民币汇率机制（见图4.4）。此后，人民币兑美元开始升值，加上中国经济的高速增长，大规模的热钱开始涌入中国。这段时期，中国的外汇储备增长出现异常，外汇占款显著增长，市场上流动性泛滥，资金涌入股市。

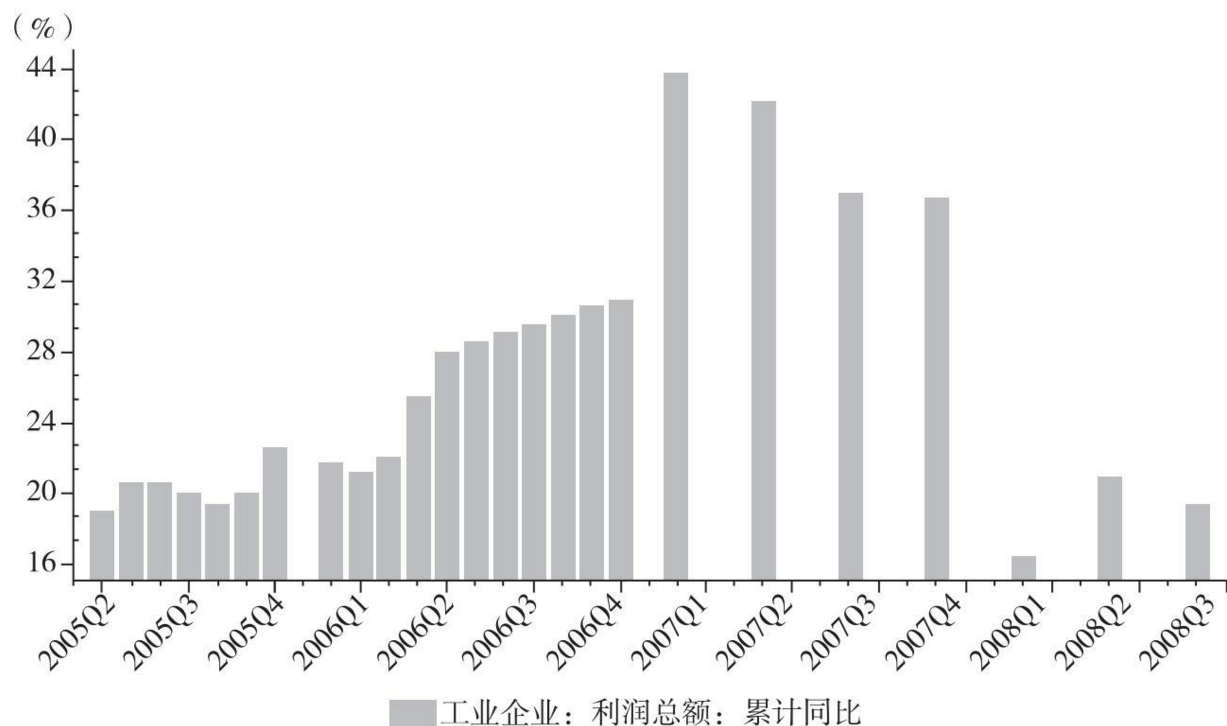


图4.3 2005年第二季度至2008年第三季度中国企业利润增速表现
数据来源：Wind

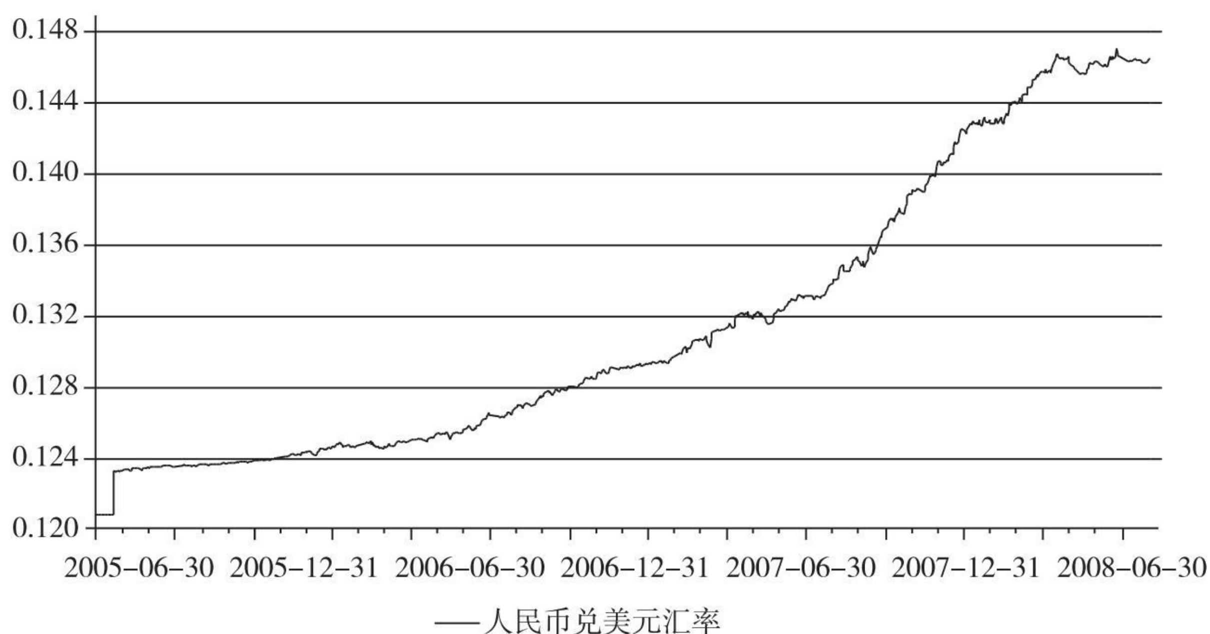


图4.4 2005年第二季度至2008年第三季度人民币兑美元汇率
数据来源：Wind

第四，政策刺激。2005年7月11日，经国务院同意稳定市场和推进改革措施近期将付诸实施，允许基金公司用股票质押融资；加大社保基金和国有保险公司入市力度；在现有40亿美元QFII额度的基础上，再增加60亿美元的额度；根据企业自主投资相关规定，将取消政府对国有企业投资股市的限制性规定。

股市在暴涨之后的暴跌，主要原因有：

第一，宏观经济政策出现调整。由于宏观经济持续高速运行，政府开始收紧财政货币政策，以抑制经济过热。2007年，针对银行体系流动性偏多、货币信贷扩张压力较大、价格上涨的形势，货币政策逐步从“稳健”转为“从紧”，市场流动性受到约束。

第二，美国次贷危机引发全球性的经济危机，中国经济受到严重冲击，经济增速下滑，企业盈利表现也掉头向下，从2007年第二季度开始，企业利润增速从最高点回落，2008年的表现更差，市场的非理性预期遭受打击，投资者信心受挫。

第三，大小非解禁和股市扩容扩大了供给，打压了股指。包括“大非”“小非”和网下配售解禁股在内，2007年有8618499万股解禁。4月、5月和10月迎来高峰。此外，2007年5月30日，财政部凌晨宣布，即日起将证券交易印花税上调至0.3%，当天900只个股跌停。

第四，政府虽然也出台了一些救市政策，但力度不大、效果不明显。例如，2008年4月24日，经国务院批准，证券（股票）交易印花税税率由现行的3‰调整为1‰。2008年9月19日，经国务院批准，财政部决定从2008年9月19日起，对证券交易印花税政策进行调整，由现行双边征收改为单边征收，税率保持1‰。同日，为确保国家对工、中、建三行等国有重点金融机构的控股地位，支持国有重点金融机构稳健经营发展，稳定国有商业银行股价，中央汇金公司将在二级市场自主购入工、中、建三行股票，并从即日起开始有关市场操作。

（二）2008~2014年第二轮周期

2008年底，中国股市率先反弹，惊艳全球，到2009年8月，上证综指达到3478点的阶段高点。此后，一直到2011年初，A股一直处于盘中震荡。从2011年4月开始，A股走上了下坡路，下行趋势一直持续到2014年。同一时期，欧美股市在经过了金融危机的调整之后，开始稳步复苏，呈现出温和但持续的上涨态势（见图4.5）。可以发现，从2011年开始，欧美主要股市开始长时段地上涨，而中国股市却显著下跌，出现长时期的熊市，二者呈现出明显的不同。

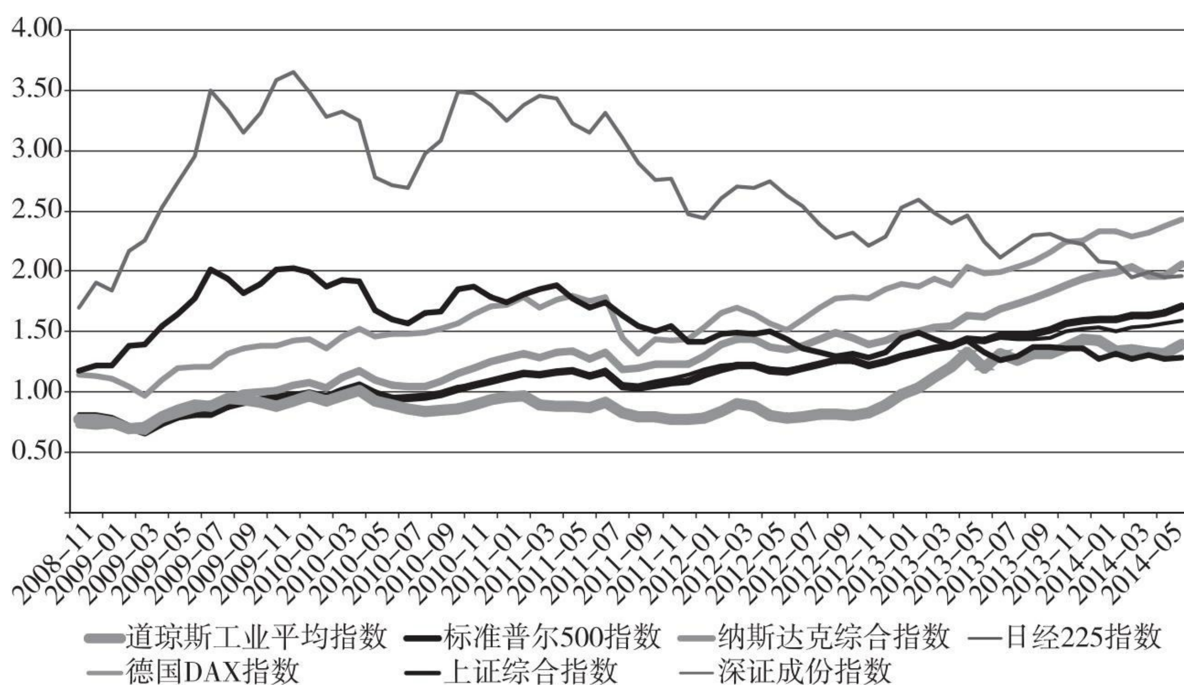


图4.5 2008年11月至2014年5月各国股市波动情况

数据来源：Wind

2008年底中国股市率先复苏的原因在于：

第一，财政发力，四万亿元推动中国经济快速回升。2008年11月5日，时任总理温家宝宣布政府四万亿元经济刺激计划。随着四万亿元经济刺激计划见效，中国经济领先于全球市场率先反弹，股市也走出一波

反弹行情。2009年第一季度，中国经济增速降至6%，此后开始回升，第三季度即重回10%以上。同一时期，欧美国家仍在金融危机的泥潭里挣扎，中国经济一枝独秀。

第二，宽松财政货币政策的刺激。四万亿元计划推出后，银行提供了大量配套资金，企业（尤其是国企）获得大量资金。在银行宽松的货币政策下，信贷规模增加，除了爆炒房地产外，也有部分资金流入股市，抬升了股价。

第三，热钱继续流入。如果以外汇占款与贸易顺差和外国直接投资的差额作为主要衡量指标的话，从2007年底到2008年中，热钱流入数量逐月增加，在2008年7月达到2500亿元的峰值，大大超过金融危机之前月平均流入500亿元的水平。紧接着，美国推出了连续三轮量化宽松，欧日也开始货币刺激，全球流动性大泛滥，大量热钱涌入中国，外汇占款增幅异常。

中国股市在2011年后与全球股市出现分化，原因在于：

第一，“四万亿元”后遗症显现，经济连续下台阶。“四万亿元”的推出使中国经济率先从危机中复苏，但毕竟只是短期政策，中国未能借助危机实现经济转型和结构调整。到2011年，财政货币政策刺激效应衰退，经济增速下滑，通胀严重，经济中的深层次问题集中出现，此后，中国经济连续下了9%、8%、7%三个台阶，且找不到拯救经济的办法，市场对经济失去信心。

第二，2012年后无风险高收益资产大量出现，资金被分流。2012年后，房地产、城投债、非标、股票优先级和打新、信用债相继成为无风险高收益资产，其收益率不低于甚至远高于股票投资，同时又规避了风险。相比之下，股市吸引力下降。

第三，欧美日企业熬过金融危机，盈利改善，利好股市。以美国为

例，企业利润经过2008年的低谷后开始好转。从2011年底开始，企业盈利转为正增长，2012年的表现基本与危机前相似，成为支持股市上涨的重要因素（见图4.6）。

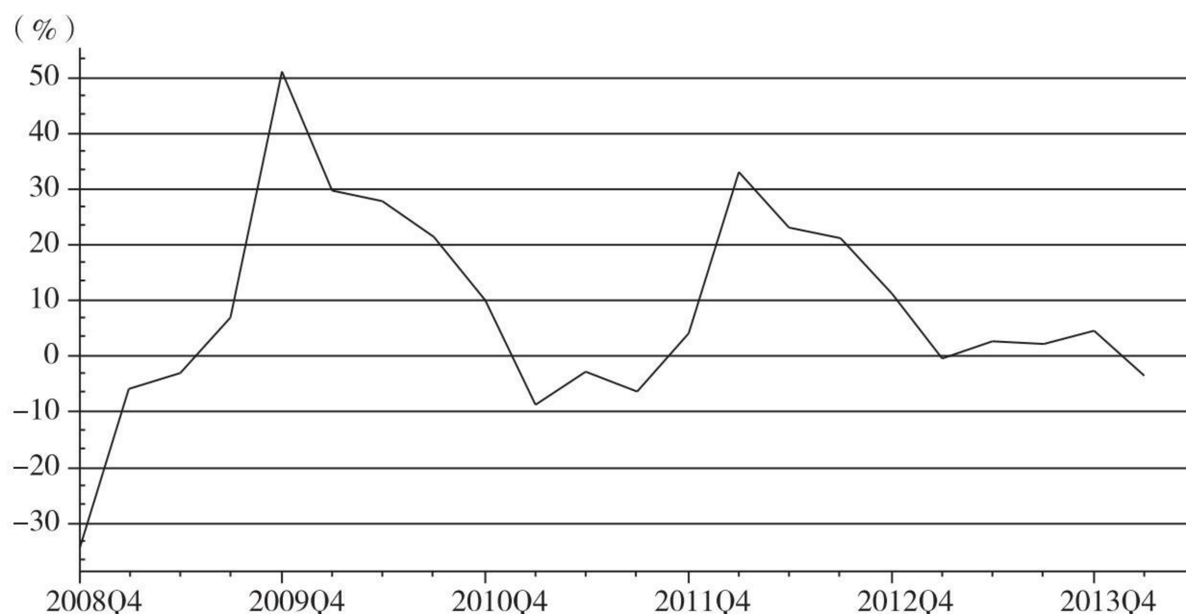


图4.6 2008年11月至2014年6月美国企业利润增速表现
数据来源：Wind资讯

（三）2014~2016年第三轮周期

2014年6月开始，中国股市开始了2007年以来最大的牛熊周期。2014年6月至2015年6月，上证综指涨幅高达160%，而同期美国标普指数仅上涨10%。2015年6月之后，股市开始迅速暴跌，至2016年1月下跌至最低点的跌幅达50%，而同期美国标普指数仅下跌10%。

中国这一轮暴涨暴跌与全球股市周期几乎完全不同，同时中国此轮异常波动的幅度之大仅次于2007年。对于2014~2015年的中国股市异常波动，需要解释为何中国能够出现与全球股市完全脱钩的暴涨暴跌，以及为何在这个时点出现这一异常现象。简单地讲，主要原因有三点：一是有大量的“水”；二是“水”希望流向股市；三是“水”能够流入股市。具

体来讲：

第一，有大量的“水”。2014年之后，中国经济进入下行周期，央行货币宽松力度为2008年以来最高，银行出现“资产荒”，其实质就是资金多于资产。这一情况与“流动性陷阱”类似，央行释放大量资金给银行体系，而银行体系没有优质资产可以购买，导致大量资金淤积在银行体系，银行不得不为资金寻找出路，其中包括投向各类配资优先级、委托外部投资等。

第二，“水”希望流向股市。资金多了，流向哪里？当然是低风险、高收益的领域。在过去，有“非标”资产可投，而随着“非标”企业违约常态化，“非标”不再是低风险、高收益资产。回到2014年，有什么替代资产呢？一个是债市，一个是股市。投资债市的逻辑显而易见，因为经济下行、货币宽松，债券收益率下降、价格上升，事实也确实如此，目前债券收益率已经低至2008年以来最低点。那投资股市的逻辑是什么呢？一是概念或预期，即包括“改革牛”、创新创业、“一带一路”等概念大行其道，这些概念本身是没错的，但是中国股市的非理性使得这些概念被过度透支；二是政府引导，包括政策层言论，“资金进入股市也是支持实体经济”“这轮股市上涨是对改革开放红利预期的反映，是各项利好政策叠加的结果，有其必然性和合理性”等，也包括媒体言论，“4000点才是A股牛市的开端”等；三是股市的“赚钱效应”，即股市到2015年初已经上涨了超过30%，不少人已经通过股市赚得盆满钵满，其他投资者看到股市能够赚钱，也跟风进入股市。综上，“水”是希望流向股市的，那么关键就在于，“水”能否如愿流入股市。

第三，“水”能够流入股市。如果仅有前两个因素，但是监管严格限制资金在各部门之间流动，那么资金依然无法进入股市，也就无法导致股市暴涨。巧合的是，中国在2013年之后利率市场化明显加速，金融市场混业经营大行其道，互联网金融爆炸式发展，为“水”能够进入股市提供了条件。一方面，银行资金可以通过各种通道进入信托、券商、互联

网金融，也可以通过消费贷等形式直接进入普通居民；另一方面，金融产品创新大发展，包括结构化产品、互联网配资等大量出现，提供了丰富的股市加杠杆工具。在金融体系实质性混业背景下，金融监管明显滞后，对股市整体杠杆率缺乏认识，错误地估计了股市的杠杆风险，导致对暴跌时的“踩踏”预期不足。

三、为什么国际成熟制度引入中国容易出问题

与国外成熟市场数百年的发展历程相比，我国资本市场起步时间晚、发展时间短，因此在资本市场体系构建的过程中，中国经常借鉴国外成熟的经验和制度。这本来是加快中国资本市场建设的有力举措，但在实践中，却经常出现“橘生淮南则为橘，生于淮北则为枳”的落地难现象，国外的成熟制度和产品引入中国市场后“水土不服”，无法达到预期的效果。

这是因为，中国资本市场既具有资本市场的一般规律，又具有中国的特色印记，例如：国有股占多数的特殊股权结构；以中小投资者为主的特殊投资者结构；股权文化还不成熟，市场赌性浓厚；等等。中国资本市场要科学发展，就必须认识到这些基本特征，认识到资本市场的普遍规律和我国资本市场的自身规律。

国外的经验和制度与它们的具体情况相适应，但未必适合中国的情况。此外，在引进国际先进经验时，往往只是引进某一项制度，而不是系统化引进。该项制度或许与国外的资本市场体系相适应，但可能与中国现有的资本市场体制“不兼容”。

以熔断机制在中国股市的遭遇为例。2015年股市开始暴跌后，各方普遍呼吁引入熔断机制，以预防市场非理性恐慌导致的暴跌。然而，2016年新年首周，熔断机制在中国推出仅短短数天，便有四次熔断，两

个交易日提前收市，连监管层也承认熔断机制短期内“负面效应大于正面效应”，未来几年不具备推行熔断机制基本条件[注]。市场上群议汹汹，投资者纷纷以“受害者”的身份控诉熔断机制，将其当作第三轮暴跌的罪魁祸首。

目前国际上普遍采用的是“没有涨跌停板+有熔断机制”，但中国设置熔断机制之后，采用的是“个股涨跌停板+大盘熔断机制”，且熔断机制的标准低于涨跌停板，其实际上相当于给大盘设定了7%的涨跌停板。比起设置熔断机制之前，市场的流动性反而变得更低了，市场恐慌时很容易导致股市流动性枯竭，从而加剧市场暴涨暴跌。

从效果来看，触发第一次跌停设计的波幅5%太窄。从统计上看，中国大盘下跌5%并不鲜见。5%与7%之间距离过窄，很容易由于“磁吸效应”。从5%快速下跌至7%。尽管国际研究对此存在争议，但是国内市场表现确实如此：1月4日和1月7日均在短短几分钟之内就完成了5%~7%的下跌。

再谈谈做空机制在中国股市的遭遇。证券做空机制是海外证券市场普遍实施的一种已经很成熟的交易制度。完善股票市场的多空机制，有利于改变“单边市”的状况，实现市场多空平衡，可以为投资者提供更多的风险对冲手段，并可遏制市场的单方面上涨，有助于股价稳定。然而，当前中国股市的做空机制工具有限，门槛较高。从2010年开始，我国的股票市场逐步建立了融资融券制度和股指期货制度，打破了单边做多的限制，为完善股票市场的价格形成机制迈出了重要一步。目前A股投资者能够采用的做空途径主要有融券、股指期货以及ETF期权三种。但是，由于融资融券业务的品种有限，而且限制条件较多，无法覆盖全部的股票，也不适合中小投资者操作；股指期货业务门槛较高，50万元的保证金将绝大多数投资者都挡在了门外；ETF期权也有类似问题。因此，中国股市的做空机制在股价上涨时没有起到平抑股价非理性上涨的作用，反而在股市暴跌的时期起到了助推的作用，被中小投资者深恶痛

绝，监管层救市时也不得不对做空机制进行限制。

因此，在监管体制改革创新的过程中，不能盲目照抄外国经验，必须秉持“不唯上、不唯外，只唯实”的精神。这里的实，指的是中国的实际国情。只有适合中国国情的改革创新，才能发挥正面作用。

---

1. 新华网.证监会:熔断机制没达到预期效果8日起暂停，http://news.xinhuanet.com/fortune/2016-01/08/c_128607623.htm.

第三节
中国股市发展存在的主要问题

当前，我国股市仍存在众多问题，使得股市暴涨暴跌成为常态，投机热情远胜投资，股市财富效应低、金融风险事件频发。要走出暴涨暴跌的循环之路，正确认识到中国股市发展存在的问题至关重要。

一、宏观层面上，基础设施不健全、监管架构亟待改革

（一）金融监管空白与交叠并存，监管顶层设计未与时俱进

中国股市的暴涨暴跌凸显出监管架构上的三大问题：机构型监管下的监管空白较大导致配资类机构广泛发展，缺乏沟通机制使得风险事件中监管层之间的信息沟通不畅，金融消费者保护不力。信息沟通不畅和机构型监管，导致金融监管空白与交叠并存，金融监管效率低下，不能有效遏止金融风险的发展势头。

机构型监管漏洞巨大。目前中国利率市场化接近尾声，金融混业发展成为事实，互联网金融浪潮迭起，金融创新层出不穷。由于居民储蓄财富的积累和利率水平的下降，居民投资热情高涨。在此背景下，各类机构都涌入金融市场，意图分享红利。各类大宗交易平台、房地产中介机构、金融服务机构等并不具有投资资质的公司纷纷绕道进入金融市场，且在机构型监管的框架下，很难对其进行明确的定义和监管。在这样的情况下，机构型监管会导致大量资金游离于金融监管之外，增加金

融风险。

信息沟通不畅导致监管效率低下。美国次贷危机诱发全球金融危机的事例在前，证明在功能型监管的模式下，若仍由多个机构实施多头监管，而没有一个监管部门拥有全部信息和权威以监控系统性风险，就无法有效识别和制约个别金融机构危害整个金融系统稳定的不当行为的，且难以提高监管效率以应对金融市场的突发的危机事件。我国虽然有央行领导下的联席会议机制，但由于缺乏明确的领导者和责任人，因此信息沟通仍然不够顺畅。

投资者保护不力导致风险事件高发。成功的资本市场需要始终保持对投资者的吸引力，而投资者正当权益的保障是股市稳健发展和繁荣的根本。缺少保障会使得投资者行为更偏向激进，间接导致股市暴涨暴跌。同时，上市公司不理会股东利益，也会使得其行为更加激进。在我国，目前集体诉讼、少数股东代理诉讼等法律制度的缺失，使得造假圈钱者众多，投资者相对于上市公司来说处于弱势地位。投资者保护与金融风险监管两条腿走路，才能造就繁荣健康的资本市场。

（二）金融基础设施建设不完善

金融基础设施建设是市场发展和繁荣的先决条件，是应当完善和落实的先导性工作。当前我国法律基础设施、支付清算基础设施、信息系统基础设施等基础设施的碎片化、割裂化以及落后等问题都间接导致了金融体系不够稳健、金融市场大起大落。

法律基础设施是金融基础设施的核心。我国当前资本市场法律基础设施存在几大问题：一是法律较为陈旧过时、修法困难，导致许多创新业务没有法律可依；二是在成文法而非判例法为主体的法律模式下，新的风险事件和市场冲突的处置成为模糊地带，金融创新往往通过多种方式绕道监管，有法不依的状况屡见不鲜；三是各部门的条例纷繁复杂，但法律空白地带非常多，而且协调难度大，导致执法难度大；四是总体

处罚力度较弱，震慑力不足。美国对内幕交易的处罚金额可达到违规公司获利总额两倍以上，而中国董监高违规减持面临的最重罚金仅以10万元为上限，与违规获取的高额利润相比微乎其微。

支付清算系统是资本市场的后台，是金融稳定的大后方。我国目前支付清算系统的问题在于，割裂化导致金融信息的割裂化，进而导致监管当局难以有效地监控市场金融风险。伴随金融业中银行业的规模相对缩小，其他业态的占比相对扩大，不统一的支付清算体系的问题有可能会带来更大的金融风险。

金融信息系统基础设施是金融信息安全的储藏和传输的保证，其安全性至关重要。金融信息系统基础设施建设的落后同样不利于监管当局开展对金融风险的精密监控和应急处置。

（三）金融监管不力

以美国次贷危机为例，金融监管当局对衍生品监管疏忽，对衍生品的风险认识不够，导致衍生品在缺乏监管的状况下不断异化，最终导致金融危机发生。在实践中，什么该管、该怎么管的问题，需要相关监管部门在不断的实践中总结经验，才能达到更好的监管效果。

目前我国股市的监管中，监管部门仍表现出对股市缺乏经验、对资本市场风险缺乏足够认识的特征。有些监管政策出台不够审慎，容易造成股市波动。从T+0交易制度到T+1交易制度、从实行3%涨跌限制、无涨跌限制到实行10%涨跌限制、从国家实施宽松货币政策到实施紧缩货币政策，从投资者获得不同的市场消息，每一次的政策调整、制度变迁及市场消息都引起了股票市场价格的短期波动。

此外，政府经常有意识地运用一些政策手段调控股市的波动。这些政策的目的是试图根据股市波动情况来调控股市，使其在政府理想范围内运行。但是，部分政策的实际效果可能与政府的预期目标背道而驰。

也就是说，也许政府是出于“好意”，想稳定股市，吸引投资者从而使股市超常规发展，但结果却正是这种好意造成了股市的剧烈波动。

二、中观层面上，资本市场体制机制仍存漏洞

从规模上看，虽然股票市场规模增长迅速，但与银行贷款增加额相比，股票市场整体规模偏小，直接融资比例较低。党的十八届三中全会公报、“十三五”规划中均明确提出，提高直接融资比例。股市扩容，一方面需要放宽上市条件，使得更多的企业在充分披露信息的前提下能够通过股市融资，另一方面需要大力发展机构投资者入市。但是，市场波动大、投机心理重的问题，使得股市发挥融资职能的能力大大受到影响。

若要股票市场稳健运行，除了监督机制和基础设施必须完善之外，其自身运行规则的界定和完善也十分重要，这是改善投资者信心的关键因素。相比海外的成熟市场，我国的资本市场在交易机制、市场对接等方面存在较多弊病，导致其效率低下的问题长期存在。

（一）多层次资本市场久悬不决

从全球市场来看，由于上市公司良莠不齐，投资者风险偏好高低不一，若资本市场不进行有效分层，则由于投资者和上市公司之间的信息不对称的存在，会使得投资者中仅高风险偏好投资者愿意介入股票市场，严重影响股票市场的筹资功能。

在我国，多层次资本市场久悬不决，市场分层界限不清。在国内主板市场上，许多大型企业集团只是部分上市，还有一些大型企业没有上市或者到海外上市，导致现有主板市场的蓝筹股市场特征不明显，不能有效地反映国民经济的发展。中小企业板行业覆盖面窄，不能满足广大

成长型中小企业的直接融资需求。创业板尚处于发展初期，各种规则有待进一步完善。场外交易市场也不是一个统一的市场，而是由产权交易机构、代办股份转让系统和股权交易所组成，各部分之间业务多有重合，但是彼此之间交易信息闭塞，难以形成资源共享；而且各个市场所属的监管部门不统一，相关的法律、规则亟须完善。

此外，一个优良的多层次的资本市场应当有利于鼓励公司从小到大、从不规范向规范发展，这有赖于转板机制的设立。目前我国的主板市场、中小企业板及场外市场相互独立，不管是在上市条件，还是在交易规则上都缺乏一种递进型的制度安排，转板制度非常不完善。这大大降低了我国资本市场的效率，在一定程度上抑制了资本市场的功能发挥。

（二）交易机制不完善，挫伤投资者信心

从交易机制来讲，一方面，我国资本市场信息披露制度不完善，容易放大市场波幅。中国股市信息不对称现象严重，股价操纵行为屡禁不止。有庄家介入的股票往往能造成股价持续大幅度上涨，庄家出货后，又往往伴随着股价大幅度下跌。庄家操纵行为直接造成了市场的异常波动。而且一旦严厉打击庄家操纵，其直接结果可能是整个市场的大幅度下跌，降低投资者的信心。所以，政府往往以适度放纵与适度收敛的态度来维持市场的活跃，从而为庄家留下了生存空间。经济学家吴敬琏曾在2001年称，中国股市很像一个赌场，是一个没有规矩的有人可以看别人底牌的股市。

另一方面，对于上市公司停牌等行为的规范并不严格，使得公司停牌往往非常随意，有时甚至影响整个市场的流动性。另外，期货与现货、不同市场之间的交易机制存在较大的差别，使得投资者需要用一定的方式来规避市场之间不同步的风险，这往往会放大市场的波动。

（三）退市制度不完善，“不死鸟”频出

由于我国IPO频繁暂停，退市制度执行不严格，导致借壳成为上市的重要方式，壳资源价值高企。虽然当前对借壳上市、买壳上市等监管趋严，但是由于对于其定义的界定过于死板，待上市公司仍可轻易绕过规定，企业借壳上市融资热情不减。叠加注册制推出预期消弭，“不死鸟”现象短期内仍难改变。“不死鸟”的存在，使得博弈ST、*ST公司的策略长期存在，且易让投资者形成股市投资较高回报率的预期。同时，监管部门对借壳上市类公司的实质性监管难度较大，更加使得上市公司良莠不齐，上市公司门槛成为空谈，不利于金融系统稳定。

三、微观层面上，上市公司治理不完善、投资者散户化严重

宏观及中观的制度与框架会对微观市场的投资者产生影响，但微观市场的投资者行为也会时刻挑战宏观、中观框架的审慎可靠性。在我国，上市公司治理结构不完善的问题普遍存在，投资者散户化且投资者教育缺乏，也是投机盛行和股市暴涨暴跌的重要原因。

（一）上市公司治理结构不完善

上市公司作为证券市场的重要主体，其发行股票的根本目的是筹集资金、扩大企业规模，加快企业发展，而投资者购买股票的目的是在支持企业发展的同时希望从企业获利，以分享企业的发展成果。因此，上市公司应当以对投资者负责的态度，切实规范资金运作。但是中国上市公司规范运作水平还不高，法人治理结构尚不健全，中小投资者利益得不到保障，整个公司实际上是被大股东操控。比如，很多家族式企业是大股东的一言堂，董事会、监事会形同虚设，中小投资者虽然名义上也是公司的所有者，但无力参与公司的重大经营管理决策，在企业发展、

分红政策制定等方面没有话语权，所有者地位名存实亡。上市公司仅仅将发行股票当作圈钱的一种工具，并没有树立正确的股权观念，也不尊重股民的权益。上市公司治理结构混乱，虚造报表、信息披露违规、操纵股价等损害股民利益的行为层出不穷。

（二）企业缺乏分红激励，导致股民过度追求资本利得

在国际股市，包括中国香港和美国，上市公司的分红政策大都以“按季分红”为主，当然，一年分红一次或两次也有不少，甚至有不分红的。从分红政策风格及模式比较，投资者很容易判断一家上市公司的优劣与好坏。但在A股市场，企业大多缺乏分红的激励，对于企业分红也没有强有力的监管机制。股民炒股主要是为了赚取股票买卖的“价差”，因此，股票的收益大小取决于股民之间的“赌博”，赌的就是股价的涨跌。这种现象也助长了股价的波动性。

（三）投资者散户化严重，教育缺失是重要问题

近年来，随着机构投资者特别是证券投资基金的快速发展，投资者结构仍有所改善。但总的来说，中国资本市场的投资者结构仍不合理，机构投资者整体规模偏小，发展不平衡。现在我国证券市场的投资者开户数量中绝大多数都是资金额在50万元以下的中小散户，散户交易量占整个市场交易量超过70%。我国股市交易活动异常活跃，最突出的表现就是股票的换手率很高，持股时间较短。这种散户占主导的市场容易出现非理性投机，并导致证券市场较大幅度的价格波动，市场价格容易失真。

同时，大部分投资者缺乏相关的知识和经验，对股市走势没有明确的判断，追涨杀跌、盲目跟风、同买同卖，导致股市大幅波动。投资者结构从中小散户时代到机构投资者时代的转变是资本市场成熟和发展的

必然途径。同时，在散户非理性投机行为主导的市场，各类机构投资者持股期限普遍较短、交易比较频繁，短期投资行为比较明显。目前现有各类机构投资者之间在投资理念、投资标的等方面显示出较大的雷同性，散户心态主导机构行为，整个资本市场因此更显示出散户化心理严重，这不利于股票市场的长期健康发展。

（四）上市公司股份回购尚未成风，回购机制待完善

目前，中国上市公司的股份回购尚不成熟。尽管2015下半年受监管层“五选一送利好”维稳股价方案号召，23家公司实施了股份回购，数量远高于往年，然而相较美国等发达国家资本市场，我国上市公司的股份回购远未成型。这主要受限于两方面因素：其一，中国的上市公司与投资者仍处于“摊大饼”的思维模式，追求股份规模扩张而不重视投资回报，导致股份回购缺乏内在和外在的动机。其二，上市公司股份回购面临较多法规限制，制度障碍有待改进。目前，国内法规对公司回购股份总体采取“原则禁止，例外允许”的态度，管制较多。事实上，我国《公司法》自1993年制定以来，股份回购相关条款一直未有大幅修订，与近年来不少国家放松公司股份回购管制形成鲜明对比，这是我国股市难以出现大范围股份回购的主要原因。

第四节
发展中国股票市场的对策与建议

一、统筹监管、功能监管、大数据监管、长期利益监管

股市异动以来，关于统一监管的讨论很多，但是在实施层面存在极大的困难，政策层面一直没有实质性的进展。习近平总书记为监管改革提出了新的思路："统筹监管"而非"统一监管"，这使得监管改革的可操作性大大增强，为未来监管框架改革奠定了坚实的基础。

当前体制下金融监管效率不高，原因在于宏观审慎与微观审慎监管的界限不清，机构监管与功能监管的职责不明。

宏观审慎监管与微观审慎监管的区别主要表现在不同的监管目标以及为此采取的不同监管措施上。宏观审慎监管的目标是防范系统性风险，维护金融体系的整体稳定，防止经济增长受影响；而微观审慎监管的目的在于控制个体金融机构或行业的风险，保护投资者利益。在监管内容上，宏观审慎监管侧重于对金融机构的整体行为以及金融机构之间相互影响力的监管上，同时关注宏观经济的不稳定因素；而微观审慎监管则侧重于对金融机构的个体行为和风险偏好的监管。从具体监管对象上看，宏观审慎监管更关注具有系统重要性金融机构(如银行和金融集团)的行为，金融市场整体趋势及其与宏观经济的相互影响；而微观审慎监管则更关注于具体金融机构的合规与风险暴露情况，避免发生使投资者和储户等个体遭受不应有的损失等事件。

巴塞尔委员会的博利奥（Claudio Borio）对宏观审慎监管与微观审

慎监管进行了比较（见表4.2）。

表4.2 宏观审慎监管与微观审慎监管的比较

	宏观审慎监管	微观审慎监管
直接目的	防范金融系统危机的爆发	防范单个金融机构危机的爆发
最终目标	避免 GDP 的损失	保护消费者（投资者或存款人）
风险模型	（一定程度上）内生的	外生的
金融机构之间的相关性和共同风险暴露的关系	这种关系是必要的	金融机构间的共同风险暴露被认为是没有联系的
审慎控制的衡量标准	以整个系统范围为单位实行自上而下的衡量方法	以单个金融机构为单位实行自下而上的衡量方法

我国金融体系从分业经营走向混业经营的态势非常明显，但从监管层面来看仍是机构监管为主，微观审慎监管为主，缺乏一个居中协调人，这是导致协调机制不畅的重要原因。正是因为监管协调性不强，“非标”“配资”等产品游离于监管之外，才导致了2013年的“钱荒”和2015年股市异动的发生。

在“混业+开放”的背景下，课题组认为，要完善监管公共基础设施建设，加快推进监管改革升级顶层设计，构筑统筹监管、功能监管、大数据监管、长期利益监管新格局。具体而言：

第一，完善监管公共基础设施建设，从“监管办市场”转型到“管办分离”，建设互联互通的统一大市场，“分业监管”升级成央行为核心的“统筹监管”。在利率市场化改革完成后，建设互联互通的统一大市场是大势所趋。“监管办市场”现象普遍，监管部门各自建设独立市场，导致市场分割和监管分割，不同市场的标准、规则、监管不同，在一定程度上阻碍了市场发挥资源配置的决定性作用。在统一大市场下，分业监管必然存在监管真空，所以统筹监管势在必行。统筹监管并非将“一行三会”合并，而是从顶层设计出发，完善监管公共基础设施，实现监管

对统一大市场的全覆盖，构建统一高效的协调机制。

第二，以功能监管、牌照监管取代机构监管、行业监管，把“监管者+保护人”关系转变为“开放式的牌照监管”。机构监管是指监管的目标是特定法人主体，例如银监会监管银行和信托、证监会监管券商和基金、保监会监管保险公司，不在监管名单内的主体不在监管对象范围内。功能监管遵循“实质重于形式”的原则，只要从事特定类型业务，不管是否在监管名单之内，都要受到相应监管部门的监管。在混业经营背景下，机构监管往往沦为无力、失灵状态，因为只要成立新型公司，或者通过全业务牌照公司的通道即可避开监管，而功能监管能够在很大程度上克服这一问题。因此，必须打破市场金融机构分属于不同监管部门的人身依附现象，监管应该跟着牌照走。

第三，加快建设中央金融监管大数据平台，把“一行三会”金融运行数据集中化处理，作为丰富夯实金融跨部联席会议制度功能的重要抓手。对于监管机构而言，数据是监管的基础。市场的行为会表现在各种各样的数据中，数据包含了丰富的市场行为信息。从数据出发，可以明确当前金融市场中发生的状况以及存在的风险。在混业经营时期，数据能够反映混业的真实情况，数据的重要性更加突出。如果缺乏数据，监管则会缺乏抓手。以本次救市为例，央行、证监会都没有掌握场外配资的数据，这就导致既不知道潜在风险有多大，也不知道需要多少资金才能救市。投放资金过少，反而会导致市场信心受挫，加重股市暴跌程度。

第四，防止央行最后贷款人角色被滥用、监管过分注重短期利益化倾向，应当从长期利益出发进行监管，同时需要增强央行、审计署等部门独立性，可以考虑预算独立。长期利益监管是相对于监管目标短期化而言的。在各类金融创新初期，金融创新往往具有“利国利民”的特征，符合国家在特定阶段的利益，因而监管层往往倾向于默许和视而不见。长期利益监管是指，在金融创新起步阶段就要系统性考虑对于金融体系

的影响，获取创新业务真实信息和数据，进行压力测试，特别是假设达到一定规模之后，对于金融体系的影响，在事前采取措施，避免金融系统风险累积过多，甚至出现“大而不能倒”的局面。要理性评估具体金融创新在一定规模、较长时期内对于金融体系的影响，分类给予鼓励、限制和禁止。为避免监管部门受到财政等部门压力，需要适度增加人民银行、审计署等部门的独立性，建议行政上继续从属于国务院，但是预算编制等方面要独立于财政部。

二、大力培育机构投资者

机构投资者是成熟资本市场的中流砥柱，我国应坚持大力培育机构投资者的市场发展目标，或可改善当前散户化、赌博化严重的资本市场现状。大力培育机构投资者，需要从以下几方面着手。

第一，扩容机构投资者范畴，改革牌照发放方式。当前，由于居民财富转移速度加快，“大资管”“泛资管”时代到来。由于牌照限制仍然存在，信托、基金子公司等具有全牌照经营许可的公司通过通道业务赚取资金的同时，不仅增加了融资成本，也增大了金融体系系统性风险。在大资管和泛资管时代，打破机构类型之间的牌照樊篱，改以业务规模和风险大小来发放牌照，可以有利于培养优秀的机构投资者。

第二，鼓励养老金、公积金等市场化运作，建立中国版401K计划。借鉴美国经验可知，养老基金是股票市场上最重要的机构投资者。鼓励旨在中长期盈利而非短期盈利的养老基金发展，能够有利于机构投资者行为从短期向长期转化，有利于其从投机向投资转换。构建中国版401K计划，对于养老型企业年金给予税收减免，一方面将有利于资本市场的长期健康发展，另一方面也将减少国家养老负担，减轻财政压力。

第三，研究上市公司分红的立法问题，加强监督力度。上市公司分红比例低，使得投资者只能靠赚取买卖股票价差获利，投资策略单一。建议研究提高上市公司分红比例，第一种方案是在法律中规定，上市公司必须强制分红，明确最低分红比例；第二种方案是在法律中规定，上市公司必须在公司章程等明确未来数年的分红比例，这一比例由上市公司自己决定，但是必须公布并受到监管部门监督，若没有达到则受到监管处罚，或者与再融资、股权激励计划核准等挂钩。

第四，增强机构投资者监管。西方国家资本市场发展的经验说明，机构投资者在不审慎、不完善的资本市场中，往往都是投机“排头兵”，坐庄、老鼠仓等风险会进一步恶化资本市场生态。为此，在鼓励机构投资者发展的同时，必须对其严格监管，方可促进资本市场健康发展。

第五，必须切实加强投资者保护。在机构投资者为主体的资本市场发展模式下，投资者—资产管理者之间的委托—代理问题将愈加严重。为此，必须强化基金管理人信息披露义务，同时基金业的自律组织、监管机构也必须强化监管力量。相关诉讼机制也应当建立起来，维护投资者权益。

专栏4.4 证监会涉及上市公司分红的规定梳理

2001年证监会出台的《上市公司新股发行管理办法》规定，上市公司申请再融资，公司最近3年未有分红派息，董事会对于不分配的理由未做出合理解释的，担任主承销商的证券公司应当重点关注并在尽责调查报告中予以说明。

2004年12月，证监会发布《关于加强社会公众股股东权益保护的若干规定》，“上市公司董事会未作出现金利润分配预案的，应当在定期报告中披露原因，独立董事应当对此发表独立意见；上市公司最近3年未进行现金股利分配的，不得向社会公众增发新股、发行可转

换公司债券或向原有股东配份股份”。

2006年5月，证监会出台《上市公司证券发行管理办法》，规定了上市公司公开发行证券应符合“最近三年以现金或股票方式累计分配利润不少于最近三年实现的年均可分配利润的20%”，2001年的《上市公司新股发行管理办法》同时废止。

2008年《关于修改上市公司现金分红若干规定的决定》第一次系统而又针对性地对上市公司的现金分红做出了一系列规定。其中，将在《上市公司章程指引（2006年修订）》第一百五十五条增加一款，作为第二款：“注释：公司应当在章程中明确现金分红政策，利润分配政策应保持连续性和稳定性。”《决定》还明确规定，最近三年以现金方式累计分配的利润不少于最近三年实现的年均可分配利润的30%。

2013年1月7日，上海证券交易所颁布《上市公司现金分红指引》，将30%作为平均分红水平的标准，将50%作为高分红水平的标准。明确了上市公司的现金分红政策的四种具体模式供上市公司根据自身情况进行选择，即固定金额政策、固定比例政策、超额股利政策和剩余股利政策。该规定鼓励上市公司将现金分红这一股利分配方式优先于其他股利分配方式作为公司的股利分配政策写入公司章程。

（证监会，上交所等）

三、积极发展多层次的资本市场

大力发展资本市场的关键要义是构建多层次资本市场，完善转板机制，增强市场活力。全球发达国家经验表明，相对于构建发达的主板市场而言，建立一个有活力、可持续的分层次资本市场的难度更大，更需要多方面的配合和努力。

第一，需要意识到发展多层次资本市场的关键意义。多层次资本市场意味着将投资者与上市公司同时进行分层，一方面，有利于降低直接融资下的信息匹配成本，将不同风险偏好的投资者与不同类别的公司进行对接。另外，由于对不同风险的公司进行了分层，监管者本身面临的金融系统性风险也会有所下降，监管者在不同的市场之间实施不同的监管方式的可行性也会提高。

第二，需要改革监管模式，增加市场深度。从20世纪90年代的经验看，在全国各个地方建立地方性的资本市场并非良策，全国统一的市场更容易发挥资本市场的聚集能力和规模效应。而在监管上，需要清晰界定各个分层次市场的门槛条件，以企业规模、利润水平等硬指标对原本较为模糊的市场进行界定，同时改变现在的上市审批机制，强化事实审批，以加强投资者对于各个分层次的资本市场定位的正确认知。同时，应当继续坚持扩容资本市场空间，引入做市商等制度增强流动性，增加资本市场深度。

第三，需要完善转板制度和退市机制。在将新上市公司和存量上市公司界定清晰后，资本市场的转板机制和退市机制也不可或缺。不能及时转板的风险很大，一方面会导致原本清晰的市场界定再度变得模糊，另一方面也不利于提高上市公司的积极性，强化上市公司激励。

四、推动资本市场对外双向开放

资本市场的对外开放是大势所趋，也是中国资本市场深化和扩容的重要助力。

第一，逐步扩大国内资本市场的对外开放水平，吸引海外资本。这既可以为中国资本市场引入活水，又可以壮大国内资本市场的机构投资者队伍。国际投资人的投资理念、投资方法和工具也可以被国内投资者

借鉴，推动中国资本市场的发展。当然，在此过程中，应当创新监管方法和监管工具，防止国际热钱对市场的恶意攻击，辨别并培育长期国际投资者和价值投资者。

第二，资本市场的开放是双向的，既要引进来，也要走出去。应当为国内资本走出去提供更加便利的条件，充分利用国际国内两个市场、两种资源。目前国内投资者参与境外资本市场的限制仍然很多，QDII2的推出时间也因为股市异动及资本外流压力一再推迟。未来应当恢复常态化，稳步推进境外投资便利化进程。

第三，积极吸引境外企业来国内上市。目前中国股市的企业构成并不合理，无法反映中国经济结构的变化。未来不仅要创新监管框架，让互联网企业等“新经济”代表更方便地在A股上市，还要借鉴美国和香港地区的经验，吸引境外企业来A股上市，将A股市场打造成一个国际化的市场，让国内资本更好地获取全球市场投资收益。另外，中国正在大力推动“一带一路”，沿线国家和地区的企业也有在A股上市的意愿和需求。向“一带一路”进行投资并不一定需要通过到当地去投资建厂的方式，在A股市场上进行股权投资，也是一种新的投资方式。

第四，提升机构投资者的国际化投资水平。目前国内机构投资者的国际化水平很低，在国内凭借垄断优势获利丰厚，但在国际市场上竞争力不强。在加强资本市场对外开放的同时，必须提升国内金融机构的国际竞争力，以免在“狼来了”的时候将市场拱手相让。

五、完善与多层次资本市场体系相适应的交易机制

本次股市异动中的交易机制暴露出诸多问题。随着中国多层次资本市场建立完善，以及市场深度和广度的动态变化，各个市场之间交易制度的协调性和变革进化越来越重要，亟须进行改革。

第一，增强与期货交易制度的兼容性，研究股票现货交易制度从T+1转向T+0。T+0交易制度能够避免投资者因担忧日内无法卖出而减少买入的情况，与股指期货T+0交易制度相匹配，有助于提高资产定价效率和市场流动性。

第二，研究逐步放宽股票市场涨跌停板限制幅度，直至取消涨跌停板。涨跌停板限制不但没有减少股市的波动，反而导致股市流动性枯竭。但是，若直接取消涨跌停板限制，股市波动风险存在大幅增加的可能性。可行的方案是效仿韩国，逐步放宽涨跌停板限制，1995年韩国股市涨跌停板限制是6%，1996年扩大至8%，1998年3月扩大至12%，1998年12月扩大至15%，2015年扩大至30%。

第三，研究放宽融券源、推行转融券制度、降低融券成本，促进市场多空平衡。融资对应做多股市，融券对应做空股市，我国目前融资和融券制度在实际操作中差异很大，融资规模远远高于融券规模。融券最大的问题在于无券可融，因此研究放宽融券源、推行转融券制度、降低融券成本，有助于促进市场均衡发展。

第四，完善停牌制度，尽可能地保证市场的连续交易。建议在法律法规中加入交易所及上市公司有义务尽可能地保持股票连续交易。交易所有权判断上市公司是否应当停牌，特别是在股市暴跌中，交易所应当禁止以规避下跌风险而进行的停牌。此外，交易所应有权强制停牌公司恢复交易。

第五，引入做市商制度，完善场外交易机制，提高股票市场流动性。在A股市场以及期货市场引入做市商制度可以缓解极端情况下的流动性危机。引入做市商制度也可以在一定程度上改善A股市场散户居多的投资者结构。同时，应当放宽场外交易的限制，场外交易可以减少大宗交易对交易所市场的冲击，在股市暴跌中能够起到提供流动性的作用。

第六，加快推进注册制改革，取消上市指导PE（私募股权投资）限制。注册制有助于满足中小企业融资需求，减少资本市场上市公司稀缺性，有助于发挥市场在资源配置中的决定性作用。IPO定价应当采取更为市场化的机制，取消上市指导PE限制，遏制打新制度套利。但与此同时，需要完善立法，加大对上市失信行为的机构和个人主体的惩戒力度。

第七，建立并完善退市制度。将上市公司退市制度纳入立法框架，进一步明确退市标准和具体执行细则，并严格执行退市制度。上市公司退市制度有利于优胜劣汰，增强市场竞争力和活力，保护投资者权益。

专栏4.5 A股退市制度的变迁

2001年2月，证监会首次出台了A股退市制度，要求对最近3年连续亏损且向交易所申请宽限期未获批准的公司实施强制退市。

2012年2月，深交所发布了《创业板退市制度的方案》，并于2012年4月20日对原《创业板股票上市规则》中涉及退市制度的内容进行了修订。与旧版退市制度相比，创业板的退市制度更趋严格，取消了“披星戴帽”的过渡阶段，并且不支持“借壳上市”，新增了“3年内谴责3年退市”等条件。

2014年10月17日，证监会发布了《关于改革完善并严格实施上市公司退市制度的若干意见》，并从2014年11月17日开始生效。这被称为A股“史上最严”的退市制度，明确了实施重大违法公司强制退市制度。对存在欺诈发行、重大信息披露违法等违规行为的公司，证监会将予以强制退市，并分别规定了暂停上市、终止上市的标准。

（证监会，深交所等）

六、在风险可控前提下继续支持金融创新

金融创新及衍生品对于提高市场流动性、丰富市场多样性、增强金融市场稳定性具有重要意义。建议完善做空机制，推出个股期权试点，这将有助于减少单边市场和股市泡沫化，促进金融市场均衡发展。金融创新及衍生品发展不足，将降低中国金融市场的国际竞争力。

为保证正确运用金融创新及衍生品，需要加强对金融创新及衍生品的监管，以保证充分发挥金融创新及衍生品对于资本市场的积极意义，防范由此带来的系统性风险。

第一，提高金融衍生品设计和交易的透明度。金融衍生品属于表外业务，且大都在场外进行交易，信息披露制度不完善、交易数据不透明。另外，金融衍生品本身的复杂性也会造成交易双方对于风险认识程度的不对称。因此，建议金融机构对金融衍生品的设计原理、反应链条、风险程度等进行详细披露，向监管机构报备交易数据和交易对手信息。

第二，丰富金融衍生品种类，完善做空机制。对冲工具匮乏在本轮股市异常波动中表现突出，建议丰富国内资本市场衍生品品种。此外，建议完善做空机制，推广个股期权试点。个股期权在做空方面具有如下优点：期权交易不受融券卖空的报升规则的限制；相比融券券源有限，期权的理论供应量并无上限；期权的亏损上限有限，相比现货卖空可能面临强制平仓导致亏损无上限，利用期权做空的风险控制更为安全有效。

第三，加强对金融衍生品的国际监管合作，避免跨境监管套利。在金融市场日益全球化的今天，全球各国加强监管合作势在必行。对金融衍生品来说，需要统一监管标准，建立联合、跨境、全面的监管流程。

专栏4.6 个股期权发展史

个股期权合约是指由交易所统一制定的、规定合约买方有权在将来某一时间以特定价格买入或者卖出约定标的证券的标准化合约。买方以支付一定数量的期权费(也称权利金)为代价而拥有这种权利，但不承担必须买进或卖出的义务。卖方则在收取了一定数量的期权费后，在一定期限内必须无条件服从买方的选择并履行成交时的允诺。

1973年，芝加哥期权交易所（CBOE）和美国期权清算公司（OCC）相继正式成立，现代场内期权交易时代开启，个股期权从此得到了蓬勃的发展。

个股期权交易最活跃的市场是美国。美国期权市场发展成熟，种类丰富。1973年4月26日，芝加哥期权交易所成立，期权开始进入标准化、规范化的全面发展阶段。20世纪80年代，费舍尔·布莱克和迈伦·斯科尔斯的B-S期权定价模型应用于实践，期权交易快速发展。个股期权近10年在美国呈井喷式增长，目前成交量在各类期权中居首，占美国金融衍生品交易量的30%以上。

从全球范围来看，个股期权也是目前交易最活跃的金融衍生品。根据FIA的2012年度统计报告，个股期权的交易量占到全球84个交易所金融衍生品交易总量的30.5%。

近10年来全球期权合约成交量稳步上升，2011年达到120.3亿手，其中个股期权占到70.6亿手。

（汪术勤）

七、加强信息披露和投资者保护

当前，我国信息披露问题仍是资本市场的重大问题，资本市场信息披露不完善、上市公司不诚信是导致当前市场偏于短期化、赌博化的重要原因。上市公司“董监高”的行为需要加强监管，重点在于规范“董监高”行为，打击股价操纵，同时完善公益诉讼制度，保护中小投资者权益。

“董监高”行为的关键问题在于信息不对称，“董监高”可能利用信息优势，损害中小投资者利益。因此，需要完善“董监高”减持制度减弱信息不对称，并降低“董监高”利用信息不对称获益的可能性。具体的政策建议包括：

第一，改革信息披露制度，研究增设重大事项公告前“董监高”持股禁售期。扩大对“董监高”减持行为的监管范围，降低信息披露门槛。研究增设重大事项公告前“董监高”持股禁售期。要求上市公司“董监高”减持前披露减持计划、披露财务报告。

第二，完善惩处条例，增强执法力度。“董监高”减持制度的完善要求证监会改进董监高违规减持惩处条例，加大执法力度，针对违规情形加快推进调查并最终处以有效裁决。

第三，充分考虑场外交易等减持方式，避免“绕道过河”。由于二级市场不包括大宗交易与协议转让两种方式，“董监高”仍可借由这两种方式进行减持，监管部门需充分考虑“董监高”减持各方式间的替代性，考虑制定长期型法规制度，为我国证券市场提供长远而稳定的保障。

第四，鼓励以发行可交换债券的方式实现战略性减持或国有股减持。鼓励以发行可交换债券的方式减持，将“董监高”减持行为与公司业绩相捆绑，在信息不对称的情况下可以更好地保护个人投资者的利益。

第五，对于“董监高”的新型操纵股价行为，坚决予以打击。应当尽快将以“市值管理”等名义进行新型市场操纵的行为纳入法律监管框架

中，明确新型市场操纵行为的法律界定、监管主体、处罚措施和犯罪量刑等具体细则，提高股价操纵行为的违法成本。监管部门应强化对新型市场操纵行为的监管和打击，对于涉嫌违法犯罪的移交司法机关立案查处。

第六，建立健全证券投资领域的公益诉讼制度，拓展投资者受侵害权益的救济渠道，加强投资者权益保护。在投资者民事诉讼方面，对于损失认定、赔偿范围、执行办法等具体细则还有待明确完善。

八、其他配套改革

资本市场的发展是一个系统性工程，除了针对资本市场本身的改革外，其他配套改革也必不可少。一个良好的资本市场发展离不开技术、法律、清算等体系的改革。

第一，在媒体方面，依法保护媒体监督市场的作用，打击传播谣言、舆论操纵。对于官方媒体，建议经济主管部门与宣传部门协作，严格把控所属新闻单位的宣传口径，不对股票市场涨跌、股市指数进行任何评论。对于市场化媒体，依法保护媒体对市场的监督作用，鼓励媒体普及金融知识，同时依法打击为特定利益通过错误信息误导投资者等违法违规行为。对于社交媒体和自媒体，严厉打击传播谣言、舆论操纵等行为。

第二，在法律方面，应当提高立法效率，强化各部门之间规章制度的协调性，加强与最高法院等的立法合作，以司法解释等方式来弥补法律审议时间长的缺陷。另外，还应当完善股东代表诉讼、集体诉讼等诉讼形态。

第三，在清算体系方面，构建统一的支付清算后台，用以支持信息的传输、存储和分析，加强对金融风险的监控。一方面可以减少由于后

台系统不同导致的不合理竞争，另一方面可以通过对后台数据的统一分析，实现事先发现潜在风险。

第四，在技术方面，应当加大对信息安全性的重视力度，打击危害金融信息安全的技术犯罪。以美国为例，美国财政部对金融安全负责，从信息、恐怖主义等全方位着手金融安全保护工作。本次股市异动也说明我国国家金融安全受到一定的威胁，应当以此为出发点，构建全方位的金融安全体系。

第五节
结语

中国的资本市场尚未成熟，虽然也遵循资本市场发展的一般规律，但具有独特中国特色的印记。此次股市异动凸显了中国股市发展和金融监管中存在的诸多问题，引发了对于中国股市的深层次思考。

此次股市异动为政府预防类似的股市暴涨暴跌提供了很多启示：一是要关注货币政策的溢出影响，货币政策操作必须配合宏观审慎管理，以达到稳增长和防风险的双重效果；二是要关注股票指数的异常上涨，本次股市异常波动集中表现为“疯牛”和“快熊”，而暴涨之后必有暴跌是历史规律，因而股市的极速下跌其实可以预见；三是必须厘清政府与市场的边界，政府忽略市场规律下的干预往往不能起到预期的效果，只有市场化的市场才能发挥最大的效用；四是必须理顺监管与创新的关系，金融创新层出不穷，是进攻方，而作为防守方的金融监管，也要制定尽可能完善的监管方案，将风险降到最低。

课题组从宏观、中观和微观层面入手分析，提出基础设施不健全、资本市场体制机制存在漏洞、上市公司治理不完善及投资者散户化严重是当前中国股市发展存在的主要问题。有鉴于此，课题组建议：第一，面对股市异动不能因噎废食，仍需坚持大力发展资本市场；第二，应加强监管，从统筹监管、功能监管、大数据监管、长期利益监管全面推进；第三，大力培育机构投资者，降低散户化程度；第四，积极发展多层次的资本市场，完善与之相适应的交易机制，推动资本市场双向对外开放；第五，在风险可控前提下继续支持金融创新等。总体而言，提高制度完善性、投资者专业性、信息透明度与传递效率是未来中国资本市

场的主要发展方向，也是金融系统迈向成熟化的必由之路。

附录一
中国金融四十人论坛内部三次圆桌讨论

一、股市动荡与系统性风险㊟

圆桌时间：2015年7月7日

圆桌参与嘉宾：

钟伟 CF40成员、北京师范大学金融研究中心主任

林采宜 CF40特邀成员、国泰君安证券首席经济学家

徐高 CF40·青年论坛会员、光大证券首席经济学家

张健华 CF40成员、北京农商银行行长

高占军 CF40特邀成员、中信证券董事总经理

鲁政委 CF40特邀成员、兴业银行首席经济学家

张斌 CF40高级研究员

郑京平 CF40特邀成员、国家统计局副局长

程漫江 CF40特邀研究员、中银国际控股研究部主管

邓海清 CF40特邀研究员、九州证券全球首席经济学家

刘燕 CF40理事单位代表、中国民生投资股份有限公司董事总经理

李斌 CF40特邀嘉宾、京东金融首席经济学家

任若恩 CF40特邀嘉宾、北京航空航天大学经济管理学院教授

马天平 CF40·青年论坛候补会员、中国工商银行资产管理部投资经理

圆桌主持人：

管涛 CF40高级研究员

股灾发生：A股为什么动荡？

主持人：过去三周，股市发生了翻天覆地的变化，此前大家还在为“疯牛”而担心，希望转为“慢牛”，却没想到从牛市一下子跌成了熊市，跌势之快，跌幅之猛，举世震惊。到目前为止，尽管多个方面已经采取措施，但是收效并不明显。随着股市持续下跌，越来越多的专家认为，这并非正常调整，而可能会引发系统性金融风险。

今天，我们讨论的问题就包括：股市暴跌的过程会通过怎样的渠道进行传导？对金融系统与实体经济会造成怎样的影响？是否会引发系统性风险？国际上应对这种不利局面有何经验可以借鉴？监管层应对政策怎样才能切中要害？

钟伟：当前，市场处于动荡之中，并且动荡在发散，恐慌在蔓延。考虑到这个市场可交易标的日益减少，A股事实上已加速走向休市和流动性枯竭状态。目前人们还没有看到股市引发显著的系统性风险，但这种担忧在逐渐上升。

现在，人们并不清楚A股为什么动荡，以及这种动荡可能带来多大

风险，这直接导致了是否应该救市和如何救市的巨大争议。现状不明朗是最为棘手的问题。

第一个动荡的可能原因是国家背书。

股市上升在2014年9月之前，并没有特别重要的政治含义和经济含义。但是此后，可以明显观察到，股市的上升带有“政府背书”的含义，一些官方媒体以及政府官员热衷于讨论股市是“慢牛”还是“快牛”，甚至讨论到具体点位，至今未变。

在这种情况下，投资者认为，这一轮资本市场上升是有国家背书的，所以在有国家背书牛市基础上，政府也应该为牛市的下行埋单。

这种政府背书是政府真实清楚地赋予的，还是市场自我解读和借用的，仍然存在争议。现在的问题是：是否需要兑现政府背书？其长期后果是什么？中国政府在股市动荡前后的举措，是证实了还是证伪了政府背书的存在性？

第二个动荡的可能原因是创业板泡沫。

中国的创业板肯定是存在泡沫的。中国创业板曾一度达到7万亿元的市值以及接近150倍的市盈率，创业板全部公司的盈利甚至不足以抵消投资者的交易税费。同时，创业板和主板的市场估值差异并没有缩小，而是在拉大，显示投资风格的转型非常艰难。

我们在2015年5月所做的一项研究，比较了2000年纳斯达克指数崩盘前三个季度和2015年6月初的中国创业板所处的状态。1999年底，纳斯达克估值水平是50多倍，2014年底中国创业板的估值也是50多倍。到2000年第三季度，纳斯达克估值上升到147倍，就发生了崩盘。而中国的创业板从50多倍市盈率走到150倍市盈率仅仅花了两个季度。因此，我们在5月的时候就提出，创业板的唯一调整方式是急剧暴跌，因此创

业板应该会在一个季度内崩溃。

但是，创业板是否只看估值不看其他，也存有争议。从2000~2014年的纳指调整看，这仍然是新泡沫替代老泡沫的过程，并非创业板公司都有非常好的盈利增长。并且暴跌不能带来公司盈利的改善，只能使得公司盈利恶化甚至公司消失。同时我们看到，即便目前被认为美国纳斯达克估值还算比较正常情况下，2/3以上的公司市盈率都是50倍以上，所以创业板公司只有极个别公司拥有巨额利润，大多数公司都是很低利润或者没有利润。不仅中国如此，国际上也是这样。

目前的状况是，创业板接近流动性枯竭状态，创业板的暴跌没有收敛的迹象，同时对是否应该救助创业板存在巨大争议。

所以，怎么认识创业板的泡沫？如果我们认为这种泡沫是完全不合理的，需要把泡沫挤清，这和容忍一定泡沫的政策操作方式可能不同。

第三个动荡的可能原因是杠杆融资。

两融业务作为重要的金融创新终于落地，因此投资者开始较为广泛地使用融资进行股票交易，这种加杠杆的过程，加速了股市的上升速率，同时也很可能加速股市的下跌速率。

但是融资盘涉及场内和场外的多种机构，难以估计。目前粗略的测算，融资盘口大致在3万亿~5万亿元。第一种是华泰证券的估计，一共为3.3万亿元。第二种是我的经验估计，即1元资金净流入大约带动2.5元的市值增长，因此13万亿元市值增长对应大约5.2万亿元净资金流入，如果假定杠杆融资达到50%的高位，则目前场内仍然存在约2.6万亿元的融资盘。第三种是某家商业银行总行提供的数据：证券公司的两融大约为2万亿元，股票质押资金6000亿元；银行向证券公司两融资金1万亿元，股票质押资金6000亿元，结构化配资8000亿元；信托和结构化伞形产品规模可能在近万亿元；其他场外配资和民间融资。总体上猜测，融

资盘在3万亿~5万亿元之间的可能性较大。

据估计，6月20日以来，两融资金减少了5000亿元，7月6日两融减少350亿元，目前没有迹象显示，这种出逃有缓解迹象。

问题在于，融资融券主要国家都在使用，且已操作多年，并没有引发特别大的问题，包括对冲基金等对杠杆的使用都比较谨慎。从较长周期看，杠杆只能加大收益率的波动性，并不能提高收益率本身，除非投资者具有天才般的择时能力。因此，我们不应把融资盘看成洪水猛兽。如果没有舆论操纵和市场操纵的普遍存在，融资盘的问题有多大？这一问题值得思考。有批评者认为这次股灾源于对融资盘的清理过于急迫。而争议者认为，即便不快速清理融资盘，股市泡沫也迟早会破灭。

第四个动荡可能的原因是股指期货。

股指的被操纵，尤其是IF1507成为令人畏惧的事情。但是中金所有数据显示，尽管期指交易快增增长，但结合保证金和持仓合约，估计期指涉及的资金总额大约1000亿元，远远小于股票现货市场。

有传言指出，7月2日期指合约持仓为：（1）证券公司持空单78813手、多单6953手；（2）基金公司持空单39653手、多单107899手；（3）QFII以及RQFII持空单29842手、多单393手；（4）保险资管持空单7163手、多单170手；（5）信托持空单11789手、多单3049手。从技术手段上看，现在要检查空单是自营还是代客，是套保还是裸空，是十分困难的事情。

持批评意见者认为，期货市场操纵行为明显，往往微信群中传说什么时候期货指数开始大跌，指数届时就会按照事先所说的那样确实大跌。另外，日内交易量远远大过隔夜持仓数量，开仓和回撤行为十分频繁，显示期指交易以投机盘为主。

第五个动荡可能的原因是人为操纵/阴谋论。

近半年来，A股市场的内幕交易、欺诈、操纵等达到了相当高的程度，曾有著名商学院的学生比赛谁拉的涨停板多，至少市场上莫名其妙的连续涨停等市场操纵，未曾得到有效查处。

更为广泛流传的是阴谋论。其中，外资所扮演的角色格外受到关注，尤其是7月6日，香港股市大跌之后，人们对阴谋论的注脚更多。

香港股市大跌的成因也同样复杂，一是本来香港股市就在不稳定状态，二是希腊全民公投的冲击，三是外资因不清楚中国A股发生了什么，快速撤离港股等，但香港股市的暴跌，使得阴谋论的相信者有所上升。

阴谋论这个说法非常令人怀疑。毕竟香港市场经历过动荡以后，稳定程度相较A股市场更好，总体来讲A股市场上存在的外资是非常有限的，行为也是透明的，因此说A股动荡是由外资导致的，这个说法没有多少根据。

迄今，从市场参与者的角度，券商、基金、散户以及相关机构，其行为似乎都谋求自身利益的极大化，利益追求超越了许多应有的底线制约思维。

同样地，从监管者看，除了证监会的焦虑之外，其他政府职能部门迄今并没有对股灾形成充分的合力。

看起来，中国股市缺乏根本的系统性风险管控机制，这只是个血腥逐利，任何机构和个体都缺乏对自身行为的反思意识的市场，这种市场对灾难具有天然的亲近性和强大的遗忘性。

林采宜：6月15日暴跌之前，A股流通总市值为56.21万亿元，从市场资金组成结构来看，其中4.2万亿元属于杠杆资金，这些杠杆资金关

联的投资者本金3.7万亿元左右。两周以来的A股风暴就起源于这7.9万亿元（4.2万亿元+3.7万亿元）资金的蝴蝶效应。

总的来看，杠杆资金入市主要有三大通道：券商渠道的融资融券及股票质押业务、银行信托渠道的伞形信托等结构化配资业务和民间配资，呈现出杠杆水平由低到高、资金规模由大到小的结构特征。场外配资公司非法融资渠道和券商交易系统的无缝对接，为高杠杆提供了技术基础。民间非法的高倍率配资业务被查处后，由于配资公司的高杠杆资金退出，导致某些股票市场抛盘集聚，股价下跌；股价下跌效应又引发了其他融资盘进入“警戒线”甚至“强平线”，引起次级杠杆类资金的清仓强平；股价和抛盘形成了相互强化的多米诺骨牌效应，风险形成由高杠杆资金向低杠杆资金逐级蔓延，风险程度和影响范围不断扩大。

近期股市的急涨急跌已经充分显示出杠杆交易对市场流动性扩张和收缩的放大效应。在市场上涨时期，担保品市值的上升能够使融资者获得更多的流动性，但是在市场下跌期间，杠杆机制同样会加快这些流动性的收缩速度。流动性的丧失不但会加剧市场恐慌情绪，同时导致公募和私募基金面临严峻的赎回甚至清盘压力。由于创业板和中小盘股无法及时平仓，基金公司只能被迫抛售流动性较好的大盘蓝筹股，并最终加剧股市指数的整体下挫。

另外，不少民间配资的资金来源是银行的理财产品，如伞形信托，同时与银行的两融收益权转让是券商两融业务的重要资金来源，杠杆资金中估计有超过2万亿元来自银行渠道。如果伞形信托和两融业务发生大规模爆仓和踩踏事件，则可能引发流动性风险。因此，政府救市并不是要将股指拉高到多少点位，而是维持流动性，避免恐慌的踩踏事件发生，为市场争取时间平息恐慌情绪，从而使供求逐步回到均衡区间。

基于3700点的上证综指点位，银行股仍是估值最低的板块，而创业板股票估值仍然处于高位，沪深300指数成分股所代表的大盘蓝筹股处于合理估值区间内，且市值占比集中。因此，银行股和大盘蓝筹股成为

政府类资金“救市”的重点。

邓海清：眼下爆发股灾，让我想到2013年6月的“钱荒”，也可以说是一个债灾。为什么短短几年时间，相继爆发了债灾和股灾？市场到底怎么了？股灾和债灾的表现可能是一样的，都是流动性不足。有句俗话说，流动性是个胆小鬼，当你需要它的时候，它就溜走了，这是非常典型的特点。中国股市在5000点的时候不缺乏流动性，跌到3000点的时候就出现流动性不足，最后只能求助于央行。这种情形与2013年的“钱荒”何其相似？

我认为之所以出现股灾，是金融市场的定价存在根本问题，传统上金融市场定价是按照贴现的方法，如果按照这个方法，债灾或者股灾就不应该发生。我认为，“金融资产价格=价值+资本利得预期×杠杆率”，在本次股市“疯牛”中，主要推动力是资本利得预期和杠杆率，两者存在自我强化和正反馈机制，导致股市暴涨和暴跌。在这次股灾中，损失惨重的大多是老股民。因为根据老股民的经验，下跌都是“双重顶”，所以股价下跌时老股民在搏另外一个头，但是这次股灾只有一个头。为什么本次暴跌没有形成“双重顶”呢？一方面，股市暴跌导致亏钱效应和信心减弱，并导致做空股市的资本利得预期，促使股市进一步下跌；另一方面，股市下跌导致强制平仓去杠杆，也促使股市进一步下跌。两个正反馈机制互相强化，导致股市暴跌“根本停不下来”。

徐高：在我看来，过去这一年来的牛市是一个金融泡沫逐步膨胀的过程，表现出很明显的流动性推动、杠杆驱动的特性。反过来看，最近的股市下跌就是泡沫破灭的过程。只不过这个过程因为去杠杆而被极大地强化。

再来分析此次股市下跌。我们必须要问，为什么在2007、2008年，上证综指从6124点下跌到1664点，跌掉了70%多都没有问题，而现在股指才跌了1000多点大家就受不了了？这是因为在这次股市下跌中，市场

中大量存在的杠杆资金直接威胁到了金融机构的稳定，尤其是威胁到了券商的稳定。这才是我们现在面临的金融风险的核心。所以我认为此轮股市下跌的主要矛盾是杠杆，与股指高低没有多大关系。应对此轮股市下跌的核心不在于托着不让泡沫破灭——泡沫该灭还是得破——但关键是要缓冲泡沫破灭的过程，让下跌的过程不要威胁到金融机构的稳定。

现在有人说中小创板块出现了流动性问题，许多股票趴在跌停盘上没有交易。之所以会这样，并不是因为缺乏流动性，而是因为投资者缺乏信心。所有人都觉得“票贵了”，都在卖出，没有了对手盘当然就没有交易。这不是靠增加流动性就能解决的问题。关键还是在于要为这些卖盘创造买入的对手盘。这样才会有交易。但是在现在这样的市场状况下，谁会卖，谁来卖，这是很大一个问题。

股市动荡会否导致金融系统性风险?

主持人：本轮股市的剧烈动荡会不会导致金融系统性风险？

钟伟：我们担心股灾的问题如果不能及时迅速地控制住风险，那么它在国内有可能形成对证券公司、基金、信托等的压力，导致国债、汇率、大宗商品等市场的联动。如果国际社会对中国发生的一切由不理解到恐惧和回避，那么对中国的对外经济交往也会产生负面影响。

人们不难观察到，2015年中国股市和2007年相比，涉及的金融机构更广泛，跨市场的链条更复杂，交易者的交易策略也更难以琢磨。

由于人们迄今并未就中国股灾的成因寻找到共同的答案，因此，对其会如何蔓延，其涉及的金融资产是否会酿成系统性金融危机，持有非常分化的态度。目前海外市场的动荡，已经包含了对中国经济和金融的担心，国际主流媒体开始普遍对中国股市感到困惑和恐惧。

我们的观察是，否定股市会成为系统性风险，坚定拒绝救市者，往

往并非有什么确切的逻辑和数据，而在于其简单的信仰或理念。同样，对可能会酿成系统性风险，因此建议政府介入的主张救市者，也往往并无对市场的确切信息，只是推演连锁反应会接连发生。

救市？还是不救市？目前看来，仍然停留在理念争论的层面。总体来讲，市场情绪是恐慌的，并且不断加大。市场的流动性在逐渐枯竭。

应该说，人们目前仍然对公司估值、对基本面没有兴趣，更多的兴趣集中在流动性注入，集中在消息层面，这仍然是一个典型的市场情绪不稳的阶段。

人们曾关注过一些现货和期货联动的操作策略，但在7月6日期指几乎已经停摆的情况下，A股和港股仍然剧烈波动，部分人开始怀疑和反思，期指交易到底在多大程度上影响和放大了股灾？

人们已经观察到了股灾，但迄今为止，这仍然是股灾，还没有蔓延到整个金融体系、经济活动和社会生活之中。

徐高：在过去大半个月，A股因为融资盘去杠杆和股指下跌的恶性循环而大幅走弱，总市值蒸发近20万亿元。毫无疑问，股市中的融资盘（也就是杠杆资金）是此次股市动荡的核心风险因素。在股市中，提供融资的主力是券商和银行。当市场下跌到让券商和银行都开始损失的时候，这就不仅仅是股票市场的问题，而变成有可能威胁金融体系整体稳定的大麻烦了。

我们估算，在非常极端的情况下——上证综指跌到2000点，融资盘一直不平仓——融资盘可能给券商带来约3千亿元的损失，给银行带来不超过4千亿元的损失。这一量级还不至于威胁到金融体系的系统稳定性。而从金融风险向实体经济传递的资产负债表和信贷两个渠道来看，股市动荡对实体经济的威胁也不大。简而言之，我国不会因为股市大跌而产生金融危机、经济危机。但如果此次股市大跌后金融活动趋向萎

靡，全社会GDP增速可能因此而损失0.6个百分点。

由于股市动荡引发系统性金融和经济危机的可能性很小，政策在应对时就需权衡收益和成本，而不应不顾一切地“暴力救市”。相比不惜成本的托举股指，集中资源化解融资盘风险可能是更好的选择。

张斌：政府救不救市的关键在于系统性风险。徐高对此的估计是不存在系统性风险，钟老师则不确定。我觉得掌握数据最全的是银监会，银监系统在系统性风险方面，掌握最多信息、最有发言权，也最有责任出来说话。所以，银监部门应该公布信息，而不能一言不发。

按照徐高刚才讲的，现在并不构成系统性风险，但是金融市场踩踏现象是存在的，金融市场也很不稳定。那么政府应该拿钱还是不拿钱救市？拿钱救市对不投资股市的人不公平，但有其他方法，比如修改规则，比如大家刚才提到的建议，这些措施还是可以考虑的。

现在大家不相信“改革牛”，跳出股票市场来看，如果我们能留出时间，把“改革牛”做实，对于恢复中小板、创业板股票的信心也是有帮助的。如果政府能把很多行业板块放开，我想未来市场盈利预期和想象空间都会大很多。我也同意刚才的说法，休市半个月，把数据搞清，出台相应政策，再重新开张。

马天平：关于究竟有没有爆发系统性风险，我提一个微观路径。历史上，曾经出现过银行资金进入股票市场，导致股票市场一路上涨。这次大家都认为是证券系统或者互联网场外配资在往上拉股票价格，其实我觉得银行系统资金还是源源不断地流向股票市场，例如两融收益权转让给银行，或者场外配资，很多是通过银行途径供给的资金。徐高的分析主要是从表内来看，信贷资金肯定与此毫无关系。但从表外看，举个例子，中小银行或信用社用资本金购买了理财产品，按照理财属性，该中小银行或信用社购买理财不用计提太多资本金，而销售理财的银行用此募集资金再进入股市（以结构化、优先级等配资方式），这就是层层

传递风险。如果真正投入股市配资产品发生亏损，那么对应的就是亏损其他中小银行或信用社银行的资本金。此外除了银行系统，信托及证券系统也这么操作，这就是系统性风险的传染路径。与此类似的是，在2011~2013年，银行表外资金就在债权同业市场加杠杆，制造了高杠杆下“钱荒”，现在到权益市场，又制造了高杠杆的股票市场巨幅波动。这种不通过表内传递风险，更多的是依靠表外路径，说明系统性风险的感染路径就比较隐蔽。

从这几天的情况来看，市场已经有反应了。债券市场避险情绪开始增加，而在商品市场，包括铜在内的大宗商品价格都在下跌，汇率也在贬值。如果不是系统性风险感染（或影响），或者人们对其有所预期，信号不会这么强烈，这说明市场的系统风险信号变得很强烈。

郑京平：中国金融四十人论坛选择这个主题，召开内部研讨会，无论是从救急和长远来看，都很有必要。我建议成立一个研究小组，继续就此事件深入研究。这将对中国金融市场发展起到重要作用，也是一个知名智库区别于一般研究机构的体现。重点是要摸清基本信息，摸清情况和原因，并确立解决问题的目标。信息不明的讨论缺乏基础，目标不明的讨论缺乏共同语言。因为简单靠猜测和推断很难看清事物的本质，不同的问题目标需要不同的对策。

关于金融政策的目标应该是两个稳定：宏观经济稳定和金融系统稳定。从目前的数据分析，宏观经济稳定，基本上不会受太大影响。关键是怎样维护金融稳定？政府直接干预时，可以借鉴其他国家成功的经验，比如救助金融机构，特别是容易引发系统性金融风险的大机构。一定要尽可能地运用市场手段和市场规律。要注意呵护市场建设和正确的改革举措与方向。

股市动荡会否传染到实体经济?

主持人：股市动荡的影响有多大？

钟伟：大概率地，中国2015年第二季度的宏观经济继续回稳，增速可能在7%，通缩的局面仍在延续，似乎没有受到股市显著动荡的影响。争论者也许会认为，股灾对宏观经济的影响，可能体现在第三季度，而不是第二季度，而是下半年更大的争议在于，公司价值的迅速下降和资产负债表的恶化可能会带来什么效应。

此外，涉及股市的资金是否会出现明显的不良？这种不良的数量级如何估计？大致到3000点，银行结构化产品中的优先级仍然是安全的。作为中国金融体系绝对主角的银行体系仍然是稳健的。

再有就是股市对社会的影响，现在有很多争议。很多人认为股民（投资者）不值得同情，但是沪深两市的开户者已经超过2.5亿户，2015年初至今新增2000万户开户量，涉及大多数城市家庭和少量农村家庭。此外，基金、理财和信托产品和可能和股市相关。因此股市的动荡会波及很多中国家庭。尽管总体上，中国家庭配置的和股票相关的资产占比不会高于20%，但其中可能有一些家庭陷入困境。

张健华：银行进行配资和结构性融资较少，单纯说这次股市波动，对我们的直接影响不大，但是我想强调间接影响。这个间接影响就是大家对未来的预期，关键在于，不仅对资本市场丧失信心，还会对宏观经济丧失信心。这轮股灾发生时，我们的宏观经济并没有发生明显变化——2015年的经济形势不太好，但是股市猛涨——前面几位券商人士和经济学家都分析了，股市是我们用市场发展改革措施推动涨起来的。

宏观经济改革的效应到底在哪？真正的改革红利在哪？原来说是“国企改革牛”，据我所知，就是实行了注册制，工商局放开注册，创业准入门槛降低，相应的骗子公司也多了。所以，不是简化准入手续改革，改革就能成功。“改革牛”到底在哪里？我没有看出来。

股灾发生后，大家谈的都是近期应对的措施，其实中长期政策更需要专家学者研究、分析和评价。比如，美国大危机发生后70年，都还有

学者研究。这次危机会不会传染到实体经济并不清楚，现在信心比黄金重要，分析评价的矛头就应该指向政府的宏观调控能力以及政府在市场经济条件下的作用力。

我们也不要低估事件的影响。区域型银行在资本市场相对不是那么激进和活跃，但是也有在资本市场活跃的银行，理财、表外业务经营较多。即使它们现在没有受到影响，下一轮会不会受到影响？优先级资金安全受到威胁，商业银行自身也会受到影响。总的来说，我觉得，商业银行的盈利能力消化潜在损失的可能性较大。据我所知，多数商业银行的拨备覆盖率在200%~300%，具备抵御市场风险的能力。

我担心的是，大家把注意力都转移到市场及技术因素上，背后其实还有政府对市场的监管。政府是否应当对此承担责任？是部门还是国家宏观政策来承担？刚才钟伟提到，国际上本身就有这个趋势存在，我认为这是国际做空的理由，现在大家看不懂中国经济和股市，就编出各种各样的故事，才会出现阴谋论。其实国际资金真的可以找到套利空间和做空机制，进而影响其他改革措施出台。刚才程漫江提到国内资本市场改革措施，我认为，甚至连宏观经济改革措施都会受到影响。举个例子，央行会不会继续推进利率市场化？经过两轮改革，银行净息差明显收窄。银行的净息差从2014年的3.5%跌到3.3%，2015年底可能会跌到3%以内，这个变化是巨大的。这些因素叠加在一起，宏观风险还是很大。

管涛：今天早上我看到一个投行的报告，报告指出，如果中国救市没有成功，将对世界主要银行造成巨大打击，因为世界其他中央银行通过量化宽松、货币刺激政策，资产价格都会上升，而中国在实行货币宽松政策之后资产价格没有上升，并且酿成了股灾或者说股市震荡，这对全球中央银行的信誉都有影响。

刘燕：我比较关心的是股市和实体经济的关系问题。

首先，财富效应不仅在个人消费层面，而且在股市整个估值的上升过程中都有所体现。比如很多上市公司在估值的上升过程中会开展定向增发，定增的价格可能在估值较高的时候提出，上市公司会给予一定的兜底。所以在目前股市急剧下跌的背景下，当股价跌破增发价格时，会给上市公司造成比较大的损失。

其次，从VC（风险投资）和PE（私募股权投资）的角度来看，当市场不太繁荣的时候，我们对企业退出的限制非常大。当市场上行时，上市企业和PE会一起成立并购基金，所以我们在探讨资本市场与实体经济关系的时候，要考虑这块数据。很多实体部门的并购基金会用定增获得的资金进行海外的新技术投资，整合产业链上下游，开展更多的研发或者对小企业进行投资，因此仅仅依赖银行贷款不能完成产业的升级过程。美国股市之所以存在估值相对较低（盈利状况和未来发展前景较好）的企业，就是因为美国资本市场空前火热，吸引了大部分企业回国。如果现在中国的股市从“疯牛”走向了“慢熊”，并购基金就会大量降温甚至戛然而止，它对企业和实业的财富效应会产生很大的影响。所以这不仅对二级市场有影响，对实业的影响将更深远。当初之所以发动这一轮牛市，就是希望通过资本市场带来退出渠道、并购的机会，能够把一些真正的优质企业扶植起来。最近，我看高善文的一篇文章也讲到了逆势，很多行业已经在逆势条件下出现了就业数量、工资水平和行业规模的扩张，比如铁路制造业、电子软件业、电子制造业、租赁服务业等。如果股市能够企稳，不像之前那样的“疯牛”，能够慢慢往上走，达到调整的目标，那么对宏观经济转型会产生非常长远的影响。这就是我们在一级半和二级市场上看到的一些现象。

徐高：很多人认为，股市下跌将打击人们的信心，影响了宏观经济。那么我反过来问，股市上涨真的给予我们信心了吗？如果给了我们信心，这是真实的信心，还是虚妄的幻觉？我觉得现在看起来更像是后者。如果说股市下跌对宏观经济有负面影响，那么股市繁荣对宏观经济又有什么正面影响？过去一年多股市的财富效应真的带动了消费？上市

企业增加投资真的带动了实体经济的投资？都没有。在过去一年中，我们看到的是，许多人争相把资金投入股市，追逐股市泡沫，发而加重了实体经济的融资瓶颈，加大了实体经济的下行压力。

可以说，高估股市对宏观经济的影响，正是此轮股市产生这个大泡沫的重要原因。既然如此，我们就应该吸取教训，不应再高估股市对经济的重要性，也不能夸大股市下跌对经济的负面影响，以此来绑架政策。

政府是否应果断救市?

主持人：政府应怎样应对？

钟伟：就我的理解，绝大部分坚持不救市的人，都是基于市场能够自动出清这个坚定的信仰，而没有太多的实际依据。坚持需要救市的人，其实也是担心未来市场风险可能蔓延，但也举不出现在已经失控并且可能蔓延成为系统性风险的足够事实。所以，现在无论救市还是不救市，在讨论的起点上都存在巨大分歧。

大家都在讨论政策底和市场底。我们现在需要考虑：如果未能有效阻止恐慌蔓延时，真的有市场底吗？市场会倾向于过度调整。证券市场参与者曾经认为4000点是市场底。但现实是，人们预期的市场底在不断下降，目前不太清楚，主板3000点，创业板2000点形成可靠的“市场底”的概率到底有多大？还是届时市场底的预期再度向下？在这些悲观预期实现之前，我们需要扭转恐慌，重建正常的流动性。

其实现在已不是讨论救市还是不救的问题，中国政府介入股市救市的操作已经延续了一段时间。这让人十分惊讶，这是在市场为什么暴跌原因不明的情况下的仓促出手，并且似乎还没有显现出明显的效果。

如何救市？诸多手段存在争议，列举如下。第一，减少或暂时停止

IPO并缓解再融资；第二，鼓励公司增持股票；第三，动员证券公司、基金公司和保险资管买入或不卖出；第四，通过金证平稳市场，主要是买入蓝筹ETF等；第五，对股指期货交易进行限制；第六，临时休市，目前实际上市场已做出类似选择；第七，放开涨跌停板，采取T+0交易；第八，降低交易税费；第九，央行通过证金等渠道，确定最后贷款人职责和宣誓提供或实际提供更多更廉价的流动性；第十，央行紧急降准降息；第十一，暂缓金融开放；第十二，禁止市场操纵和舆论操纵；第十三，考虑建立个股期权制；第十四，考虑建立混业监管框架，避免监管割据；第十五，对监管部门进行相对系统的培训，证券市场体系已日益复杂。

我们的临时应急建议包括如下五点:

一是政府宣布临时休市。休市看起来似乎震动很大，其实是最必要和低成本的措施。休市有利于政府调查股市动荡的原因，从容制定救市方案，形成部门协调，有序落实救市措施，随时关注救市效果和目的之间的差异。不休市临时仓促应对的负面影响已凸显，中国股市事实上已接近休市状态。

二是政府承诺无限流动性供给，以平息股市动荡。目前中国股市创业板已流动性崩溃，主板市场也逐渐呈现类似状况。如果救市措施未能包括流动性注入，那么救市必然失败，流动性，流动性，还是流动性，这是救市回避不过去的核心。只有流动性才能稳定情绪，才能唤回民间的流动性。

三是协议平仓。融资盘涉及的强平给市场稳定带来巨大压力，我们建议改场内强平为场外协议平仓，主要操作手段为：有平仓需求的投资者向证金交出平仓盘并获得流动性，央行有必要向证金公司提供至少万亿级的流动性支持，协议平仓给证金公司带来的有毒资产暂时不予处理，等待宏观景气明显好转之后再逐步解决。

四是扩大救市操作标的。如果救市标的仅局限于主板中的少数以国企业为主的蓝筹，其流动性注入和道德风险也显然存在，呼吁救市应广泛买入ETF，估值合理的国有和非国有上市公司，逐步增加介入创业板，向创业板注入流动性的力度。

五是向公募基金提供紧急流动性支持。央行通过证金公司，综合考虑公募基金的规模，净资产和净现金流状况，向公募基金注入紧急流动性性支持，以保证基金投资者的自由赎回。

林采宜：政府救市的政策目标，首先，恢复市场信心，避免由于恐慌导致的抛盘踩踏，引发系统性金融风险。因此，稳住大盘指数至关重要，在此基础上让市场逐渐化解恐慌情绪，恢复小盘股高价股的流动性。

其次，为了避免在重磅组合拳下，市场走向另一个极端——"被救股票"的暴涨，牛市不应该有"政策目标"，某种意义上说，"国家牛市"的预期也是导致投机性杠杆资金大举入市、引发泡沫过度膨胀的重要因素。

高占军：为什么要救市？通常而言，与房市相比，股市暴跌的问题相对较小。股市的涨涨跌跌一般来讲都是正常的，这就是市场，中国以及世界上其他国家都曾出现过股市大跌的时候，并非每次都会产生巨大的负面影响，有的时候甚至悄无声息地就完成了自我调整。

但这次有所不同。一是杠杆资金发生恐慌性踩踏，任其发展可能出现蔓延效应；二是政府已经明显表态要救市，且祭出了多种工具，此时的信用问题不能遭受损害。

最近几周股市大跌，难以遏制，投资者逐渐缺乏耐性，如果不建立起信心，所有多头都会成为空头，最终必将产生流动性问题。其实流动性问题之所以存在，就是因为缺乏信心。当然，也有一些技术性问题，

比如停牌的企业太多，这样没有停牌的企业就成为了靶子，跌得更惨。

程漫江：我提示两个问题。第一，政府救市政策基本对创业板没有作用。今天（7月7日）我们看到，创业板的停牌公司已经超过一半以上，这个问题将来还会影响到主板，因为一旦创业板公司复牌，很难收住下跌趋势。现在国家花这么大力气来平抑主板股票，但实际上本次市场危机根本上由创业板估值过高造成的，创业板的问题不解决，这轮市场危机就没有彻底解决，我们不能掩耳盗铃。

我们应该从多渠道，多途径来解决这个问题。刚才钟老师提到协议平仓，我觉得创业板可以采取场外解决的办法。现在创业板的平均总估值在90倍PE左右，在这样的估值下，市场是不可能出清的。钟老师提出放开涨停板限制，这样采取T+0，市场一夜之间就宣告崩溃。而创业板的崩溃，后续还会带来其他副作用。真正的救市需要寻求新的制度安排，比如可以考虑暂时关闭创业板的交易，在场外，引入有意愿的机构投资者，或专门成立平准基金可以以3折或者其他折扣的价格收购现存的股票，然而90倍市盈率的3折也许估值还很高，需要具体问题具体分析，这个手段是否可行需要专门机构研究。总之，我们要从场外寻求解决办法，而不是任由市场继续下跌。现在不管主板流入多少资金，只要创业板问题没有解决，市场就无法稳定，这绝对不是流动性能够解决的问题。

第二，公司停牌的做法绝对不可取，这样会使得积累的风险更高。在这轮危机较早时，我觉得不应该救市，因为并没有涉及系统性风险。但是现在人为地放大了恐慌效应，还引起众多公司停牌。这样来看，一个客观问题无法避免——公募基金的价值被高估，因为大部分公司都停牌了，将来复牌后股价还要大面积下跌。即目前公募基金严重溢价，而公募基金本身又不能卖出股票；我们必须高度关注公募基金的流动性问题，公募基金的流动性问题有可能是本轮危机真正的宏观风险点。

任若恩：把这场危机定位为流动性问题，关键点抓的非常准。这已经不是股市波动问题，也不仅仅是股灾，而是流动性出现问题——今天（7月7日）中小板和创业板指数从上午11点以后就没有太多变动，因为根本没有交易。从风险管理角度来看，流动性风险暴发往往是其他风险爆发的先兆，包括信用风险等，很多历史事件都能证明这点。

从各种消息来源来看，上周末政府非常之忙，证监会和银监会，更高层政府都在忙着救市。所以，历史进程已经不允许我们讨论救不救市，而是应该怎么救市。现在已经出台了很多政策，这些政策不能后退，否则政府在政治上蒙受的损失就太大了。我认同央行对平准基金的支持是关键。而且我们要分清，这样导致的货币发行的目的是金融稳定，而金融稳定是央行的职责。但是我不认为应该让财政的资金加入救市。央行的资金和财政的资金是完全不同的。财政的资金来自税收，是人民的钱。

从历史角度来看，很多国家在出现这种问题时，央行一定会大幅度注入流动性。这样做唯一的风险是推高商品和服务的价格，但是中国现在最不怕的就是推高商品和服务的价格，我们的PPI和CPI都很低。央行介入并通过流动性来支持平准基金，这是一石二鸟的政策。

最后，我感觉现在我们对很多事件还不清楚，包括其对实体经济的影响等。我们分析的都是过去的数据，而金融影响实体经济的渠道和效果都在未来才能逐步搞清楚。所以，我同意钟伟教授提出的休市建议，从明天（7月8日，周三）开始到周五暂休市三天，再加上两天假期，给政府及咨询人员留以时间来研究问题，制定更好的、有效的政策和策略。我不敢说暂休市不会带来后遗症，但是利肯定大于弊。

高占军：如何救？刚才徐高提到“救市的成本”，其实我们需要比较“救市的成本”和“做空的成本”，如果救市，救市的力量一定要足够大，让空头不敢做空，若做空失败，成本会难以承受。关于救市措施的

选择，大家讨论了很多，但是最有力的措施是否已经出台，现在还不好说。我觉得推出最有力的救市措施是很重要的。这种措施具有足够的威慑力，因其威力巨大，以至于可能不需要真正实施，就能发挥作用，其实际成本反而可能是最低的。

在救市过程中还有一些需要注意的问题及应遵循的原则：一是尽可能采用市场化手段；二是不能无视股市基本功能的发挥；三是勿使金融改革和开放倒退。在目前这种混乱局面下，有时容易忽视上述问题。刚才钟伟提到了自由交易、契约精神，这就是市场化原则的部分体现，我觉得这是很重要的，无论在何种情况下，我们都应尽量遵循市场化的原则。但对报告中提到的“暂缓金融开放”这项措施，我认为还需要谨慎考虑。当前金融改革和金融开放走到这一步很不容易，既有的改革和开放进程不能轻易停止。

最近万科宣布拿出不超过100亿元资金回购股份，也有其他一些企业发布了类似的公告，我觉得企业出台类似这样的措施是很重要的，应该大力支持与鼓励。若能形成机制，则有利于股市的自我调节，对股东和投资者也能起到培育和保护作用。在美国股票市场中，上市公司每年的回购量是6000亿美金，很多公司往往不是一次性地做股票回购，几乎每年都做，可以说是一个周期性事件，通过这种方式来加强公司信誉，让公司本身的ROE、ROA维持在一定水平上，对股价也有好处。对比起来，中国股票市场自诞生以来，所有上市公司的回购量也就几十亿元，而且其中有相当一部分回购还是计划用于股权激励的。需要采取措施，鼓励建立起股票市场的回购机制。总而言之，我认为在当前救市过程中，一方面要对当前的市场稳定有利，另一方面还需要考虑诸如股票回购等涉及中国股票市场长远发展的问题，二者兼顾效率最高。

邓海清：目前中国政府的救市为什么会失败？哪怕央行紧急出台降准降息政策，周一股价依旧还是下跌。因为股价下跌的动力不一样，根据公式，我们知道股票下跌的原因是经济不好，价值在下降。而央行采

取降准降息则会导致基准利率大幅度下降，从而带来股票市场的价值上升，这样的救市是有效的。然而恰恰相反，这次股票下跌的原因不是因为价值下降，去杠杆和资本利得预期负循环才是构成股灾的真正原因。所以我们发现，以前股票下跌的时候，像降落伞，若有利好消息还可以往上飘，但是高度不可能回到从飞机上刚跳下来的那个高度。而现在资本利得负循环和加杠杆这两个驱动器，就好比我们下坡的时候还在踩油门，最后坠落悬崖，其间没有任何上升的可能性。

政府该在何时启动救市？在去杠杆和资本利得预期负循环的时候，任何救市措施都是无效的。2008年，没有哪个国家央行能够救市。什么时候该救？资本价格和价值相等的时候，即超跌的时候，政府应该救市，因为它救的不是杠杆，也不是资本利得预期。如果救资本利得和杠杆，麻烦就来了，政府救市用的是纳税人的钱，最后获利的是投机分子。而金融资产价格跌到偏离价值的时候，政府采取救市措施，最后发生的损失很小，而且成本分摊也相对公平。

最后关于救市，现在很多人建议为中小盘提供流动性，这是有问题的，因为流动性问题来源于涨跌停板。流动性和涨跌停板是矛盾的，如果放开涨跌停，股票自然会有流动性，因为跌得足够多就会有人买，在放开涨跌停板的国家，股市一定不存在流动性问题。既要涨跌停板，又要流动性，本质就是要国家在跌停时无限量买入，是在还没跌到位时由国家接盘中小盘，在很多中小盘股仍然估值很高的情况下，这样做只是将危机延后，或者制造另一个泡沫。

我认为需要明确两个问题：第一个问题是政府认可的大盘指数底是多少？这是政策救市的前提，如果底太高，那么本身就是对抗市场，救市成本太高，而且像台湾股灾一样只是让危机延后。从国际经验来看，美国1929年大萧条、1987年股灾、互联网泡沫、次贷危机，中国台湾1989年泡沫、中国2007年泡沫中，仅美国1987年股灾在指数下跌40%止跌反弹，其他股灾指数下跌幅度都超过60%，而目前大盘指数下跌仅

30%，市场出清并不完全。

第二个问题是托底方法，是放开涨跌停板一步到位，还是每天跌停板慢慢下滑？是救现货还是救期货？救大盘股还是中小盘？有跌停板最大的问题是，股灾表现为流动性危机，最危险的是出现“挤兑”，这就要求国家必须为金融机构提供足够流动性保障。放开跌停板是“休克疗法”，理论上讲没有问题，但是与中国政府执政思路不符，采用可能性并不大。期货的杠杆远高于现货，救市成本要低很多。对于现货，拉权重救指数是面子工程，没有实际意义，救某些超跌和低流动性股票更有帮助。

综合起来，我的建议是在大盘指数较低，市场出清较为彻底时，将某一指数点位作为底线去托底，具体过程可以采用放开涨跌停板一步跌到位，也可以采用涨跌停板+注入流动性防止挤兑的方式，托底品种以期货为主，现货以超跌和低流动性品种为主。

鲁政委：刚才大家讲到场外配资来源的问题，其实还有一些途径大家没有考虑到，比如信托、券商资管的单一账户等。这些账户现在都不在证监会清查的HOMS系统里，所以这是一个问题。还有各类股票质押贷款，如果股市继续下跌的话，这些质押贷款也会触发风险。所以场外强平（即协议转让）的办法是否可行，有待商榷。

关于救市的问题。我觉得政府要么不救市，既然已经出台了那么多救市政策，就必须把市场救活，否则会对未来政府稳定市场产生巨大的声誉风险。所以外媒评价，“我们从来不怀疑中国政府不干预市场，但是我们震惊地发现，中国政府对微观事件的管理水平如此之低下”。现在所有的救市政策都是“空壳弹”，只听到咔一声响，但是里面没有炸药。大家认为证金公司是一个平准基金，这是一个错误的观点，因为证金公司并不持有股票，它仅仅是负责两融业务的中央融资机构而已。所以，央行通过证金公司给股市注资的前提是，必须有人向证金公司借钱，否则证金公司也不会向央行借钱。现在多家券商公告宣称，已与证

金公司签约，出资1200亿元交给证金公司统一运作，但这是券商自己的资金，它们肯定不愿意接盘估值很高的股票。所以，我认为这是“一帮地方军阀的混成旅，肯定打不了胜仗”。

另外，此轮救市肯定会导致中国市场化改革大幅度倒退。因为此轮股灾反映了衍生品的危害，无论是房市还是股市调整都存在杠杆问题，所以刚才那位同仁的问题非常好，为什么过去股市从6000点下跌到1000多点都没有问题？因为没有杠杆，股市怎么下跌都不会有问题，一有杠杆就会出现问题，上山容易下山难。此轮救市可能会影响到中国资本项目的开放进程，以及SDR的大规模突进。

关于监管问题。首先，大家指出监管者对衍生品市场的理解不足，我认为原因在于我们没有真正读懂衍生品市场的官员，未来我们需要对官员的任用进行深刻的反思。其次，这几年我们都在讲发展，根本没有讨论监管，监管者本身负责发展，他们讲究的是规模越大发展得越好，而不考虑质量。这就是为什么股指到了3000点没有查配资的原因，因为当时要发展牛市，查配资问题不合适，而事实上如果当时就查的话，现在可能就没有这么大的问题。比如，暴风科技一连三十几个涨停板，如果按照正常监管原则，就需要对暴风科技的风险和信息进行披露，但事实是没有人监管，这是重大的失误和疏漏。再比如，基金抱团取暖把一只股票推到天高的做法，这明显是打擦边球，为什么媒体都报道了，还是没有人监管？

关于道德风险，此轮救市结束之后，我们必须要秋后算账，该怎么查就怎么查，该抓的人就得抓，该罚的款还是要罚。

最后，我谈下债市的问题。现在债市的违约率很高，作为机构投资人都不知道怎么投资，居然没有一个监管者出来“打补丁”，这不是很奇怪吗？我们看到很多债券，比如天威保变，带有巨大的人为抽逃资产恶意违约的特征，为什么没有一个监管部门出面。我不知道未来债市会怎么发展。

李斌：我们从2008年美国次贷危机中收获了什么？我总结了三大经验教训：一是，去杆杠要遵循反周期的规律。但是此时此刻我们对杠杆的管理，不是要去杆杠，而是要适度地保护杠杆。

二是，在救市过程中，什么手段最重要？美国的救市经验表明，“弹药储备充足”往往比“真枪实弹打出去”更重要，更能提升市场信心。我们要做的事是，告诉市场我们有能力救市，而不是真的把弹药打出去。现在中国的情况也一样，既然政府已经出手救市，那么就必须把市场救活。否则的话，只要告诉市场我们有能力救市就足够了。

三是，救市的时机点非常重要。救市是指在崩盘的情况下，调整超过市场的真实核心价值，让市场回归正常，也就是说我们真正该救的是“过度的调整”，而不是救“正常范围内的调整”。

最后，我提醒大家，从国外的经验来看，公募基金的挤兑风险造成的流动性风险要远比去配资、去两融造成的流动性风险大得多。所以我们真正应该关注的是后期公募基金的挤兑风险，而现在的两融风险只是“毛毛雨”。

徐高：在市场失去信心的时候，要创造买盘了稳定市场只能靠政府。因为当前的股市下跌是资产价格泡沫破灭的过程。现在买入股票，亏损的概率是很大的。而谁都不愿意当冤大头。因此，这时候稳定市场只能依靠国家。所以我认为还是要设立平准基金，由国家先出资来稳住市场。

设立平准基金的关键是要制定具有可操作性的运作细则，而不能只是几条空泛的声明。买有明确细则，而只是宣传央行会通过各种方式提供流动性，那是很难让市场相信的。只有把平准基金做实了，并把足够多的资金都注入进去，平准基金才有威慑力。

另外，国家在设立和使用平准基金时，必须要事先明确平准基金如

果亏损，该如何处理。没有先想好亏钱后怎么办，平准基金用起来就会束手束脚，大家也会认为这是一只“纸老虎”。所以，我们得把央行、财政部都拉入平准基金的框架下，让央行出资，但让财政部承担风险。这样，才能确保平准基金有足够的可用资金，但又不会倒逼央行滥发货币。

我之前讲到融资盘是当前股市的核心问题，所以救市不如拆弹。既然风险在融资盘，那么不如把融资盘这个风险提前消解。与其坐等股指不断下跌，导致融资盘逐步崩塌，还不如在融资盘到平仓线之前先解决了。比如平准基金可以先把融资盘接了，但是接盘有一个很重要的前提，就是必须符合应对金融危机的两大原则：第一大原则是出手要早、出手要狠；第二大原则是参与者不能因为救助而获利。平准基金接融资盘主要是为了防范融资盘去杠杆，影响到券商的稳定。因此，可以用出资换股份的方式来实施救助。平准基金在接盘融资盘的时候可以同时获得券商的股份。这样可以减小救助带来的道德风险。

应加强金融基础实施建设

主持人：除了治标，还要治本。长期来看，有哪些机制需要建立？

邓海清：对于政策，我提两点意见，第一，关于股市的定位问题，这是个老问题，但是也很重要。任何改革推出之前都要做好基础设施建设。我认为，无论是股灾还是“钱荒”，本质上都是在推动金融改革的时候，还没有做好金融监管的基础设施建设。比如发展金融衍生品的时候，我们竟然没有任何相应的监管措施和平准基金等，以至于现在出事之后证监会手忙脚乱，不知道如何筹资以平整市场。在基础设施还没有建设完善的时候，就推出改革措施，最终将发生非常惨痛的教训。这反过来又会影响大家对改革的判断。杠杆不是一个不好的事物，房地产也在运用杠杆，债券也在运用杠杆，而股票市场运用杠杆就会变成恶魔？当然不是。在2013年爆发“钱荒”之后，央行下发了127号文，做了很多

弥补漏洞的措施，在此之后，债券市场继续运用杠杆，没有再发生“钱荒”事件。所以，所谓的基础设施建设不仅仅是指铁路、公路和港口建设，金融领域的基础设施建设同样也是至关重要的。

第二，这次股灾和2013年的“钱荒”说明了一个问题，2002年我国建立的金融业分业经营、分割监管的老房子已经支撑不住了，两年前是债灾，今年是股灾，下次可能是保险出问题，现在这个老房子到处都在漏，说不好哪天就崩塌了。所以我们要反思分业经营、监管的体制，在混业经营的金融改革大趋势下，这种变革刻不容缓，否则每爆发一次灾难，大家就要否定一次这个体制。

另外，我建议建立资本市场紧急事态法和紧急协调机制。面对常态的资本市场和紧急状态的资本市场，所采取的对策应该不同，这也是为什么现在关于救市的争论此起彼伏，贻误了救市的时机的原因。所以，应该制定一个金融稳定法，一旦出现问题就可以立马启动应对预案，从而节省很多协调成本。

关于股市的定位问题，这是一个老生常谈的问题，但是很重要。曾有货币政策局的专家给总理提出建议，只要发展好股市，去杠杆等问题也就迎刃而解。其实股市好像一只老虎，如果把老虎当作家猫和家狗养，平常似乎很温驯，一旦老虎兽性大发，主人很可能会受伤。20世纪90年代，美国的新经济并非依靠股市泡沫而发展起来的，而是先有新经济，再有美国股市的十年大牛市。因此，我认为发展好股市就能解决问题的观点是对资本市场存在很大误区。

二、股市震荡的政策应对[注]

圆桌时间：2015年8月9日下午

圆桌参与嘉宾：

管涛 CF40高级研究员

邓海清 CF40特邀研究员、九州证券全球首席经济学家

高善文 CF40成员、安信证券首席经济学家

余永定　CF40学术顾问、中国社会科学院世界经济与政治研究所研究员

瞿强 CF40成员、中国财政金融政策研究中心主任

许宪春 CF40成员、国家统计局副局长

高占军 CF40特邀成员、中信证券董事总经理

程漫江 CF40特邀研究员、中银国际控股研究部主管

张忆 东SFI理事单位代表、兴业证券研究所首席策略分析师

刘宏海 CF40特邀嘉宾、渤海银行资产负债管理部总经理

王春英 CF40特邀嘉宾、国家外汇管理局国际收支司副司长

王涵 CF40特邀嘉宾、兴业证券研究所首席宏观分析师

王允贵 CF40特邀嘉宾、国家外汇管理局综合司司长

温信祥 CF40特邀嘉宾、中国人民银行货币政策司副司长

圆桌主持人：

王海明 CF40秘书长

股市的调整存在必然？

主持人：近期，股市经历了剧烈动荡。在政府出台一系列措施之后，救市取得了阶段性成果。这一过程中的很多方面都值得我们吸取教训。股市的动荡和哪些因素有关？

管涛：此次股市振荡有很多原因，归根到底还是暴涨之后暴跌，脱离了价值基本面后就出现估值泡沫，由此引发市场调整。因此，我们说这是一次可以预见却无法预测的股市调整。也就是说，大家都知道市场迟早要调整，即使5000点不调整，6000点、7000点也会调整，只是不知道什么事情会触发调整。有观点认为，这次调整的触发因素是源于证监会彻查场外配资。但无论怎样，监管部门不能像一般市场人士那样单边线性思维，以为市场好就会一直好下去，坏就一直会坏下去。市场可以这样认为，但作为市场监管部门，应该能够做出专业判断，具有相应的风险意识。

此外，还要反思货币刺激、货币宽松的作用。当A股出现调整以后，有一个投行说，如果这次中国股市出问题，不仅仅是中国货币当局的信誉损失，也可能是世界中央银行的信誉损失。为什么？其他国家开展量化宽松，进行货币刺激，都是资产价格上涨，带来财富效应，促进经济增长、金融稳定，中国进行量化宽松，却发生“钱荒”、债灾、股灾。在别的地方行得通的办法，到中国就变样了。市场得出来的结论是，货币刺激对经济和金融的正面效应在边际递减。在中国的具体情形是，由于实体经济缺乏亮点，货币刺激就导致资金漫灌，哪里有利可图就往哪个地方去。大家不做实体经济，都在做资本运作，都想赚快钱，这些年来非标、债市、股市都很短期内形成了局部过热，给调控带来巨大困难。将来在实施稳经济的政策过程中，可能货币政策要扮演重要角色，但是如何把钱引导进入实体经济，避免在金融支持实体经济过程中造成次生灾害，是值得思考的问题。现在上市公司下半年有些项目，本来那些钱是要搞项目建设的，现在都拿来救市了。有一种说法是，资本市场目前不仅难以给实体经济输血，甚至还在从实体经济部门抽血。所以，一方面我们要继续发挥金融支持实体经济的作用，另一方面也要把

机制设计好，避免副作用。

王涵：关于此次股灾，我先说两个坏消息。第一个坏消息，此次股灾，导致海外投资者对中国的市场开始迟疑、观望。这次股灾的性质已经不必再讨论，肯定是系统性金融风险，而且主要影响是在国外投资者的信心上。我们5月去美国路演，尽管很多美国投资机构并不愿意投资A股，但其大客户对此有需求，要托管资金进行投资。当时在美国，人民币国际化及资本项目开放战略处于非常红火的状态。这次股灾为其带来了巨大的不利影响。从6月底到7月，所有海外机构对中国金融市场开放的态度呈现180度转变，这在汇率市场已有所体现。

第二个坏消息，我们可能正在进入一个金融市场波动的“高发期”，这是有中国自身的经济和金融原因的。我们应该把前几年的“钱荒”和现在的股灾放在一起分析，我认为这透露了两个问题。

第一，经济处于下台阶的过程，投资者的心态却没有和经济同步。市场参与者的心态还与中国GDP增速处于10%~15%时一致，但实际上实体和金融资产能够提供的真实回报率已经下降。这很容易理解，经济处于高增速时期，资产投资回报率必然较高，但如今经济增速放缓，企业盈利减少，凭什么金融资产就可以提供比实体企业更高的回报呢？这是不可能的。

但是，市场参与者对回报率的预期还是过去两位数GDP增长下的情况，怎么办？很简单，回想下“6·20”“钱荒”的由来。银行要满足客户对理财收益率的要求，只能提升资产的风险溢价和风险偏好程度，经营非标业务。针对非标业务的高风险，它们通过金融创新，将资产分成优先级和劣后级，把风险放在劣后级，而银行资金拿优先级。优先级，看起来高回报、低风险。看似银行没有提升风险，但实际上因为如果劣后级给的安全垫不够，优先级也是有风险的。所以，这是一个银行提升风险来满足客户收益率需求的例子。

这次股灾背后的核心逻辑其实和“钱荒”没有什么差异。配资，本质上无非是把上面说的基础资产从非标换成了股票，同样出资人也是优先级。但实体企业其实无法提供高回报，将资金用以配资，看似将风险转嫁给了融资人，但当流动性风险发生时，优先级也有了风险，很少有人能从旋涡中逃离。

第二，社会缺乏长期限资金。在经济增速、外汇占款不断下降的过程中，整个社会的长期限资金将会越来越匮乏，但经济转型需要的正是长期限资金，这将使得越来越多的市场参与者利用短期流动性来支持经济的长期转型。原来我们有很强的外汇占款流入时，银行的负债端很稳定，因为外汇占款部分即老百姓自己的钱，而这部分资金存在银行的期限极长，银行在负债稳定的时候，其贷款也依据最长的期限投放（30年），故而借款人的负债也很稳定。在这样的情况下，使用长期限资金去投资两年甚至十年的项目，负债端没有任何压力。

但是这几年外汇占款不足，利率市场化后，社会负债从银行端开始向3~6个月的同业和理财业务聚集。从银行角度考虑，收紧贷款年限是自然的选择，但如果所有银行都开始投放短期限贷款，那么全社会的负债端不稳定性都在上升。负债端资金只有1~2年期限，又如何去投资五年甚至十年才有效益的经济转型类长期项目呢？

如果资金期限不匹配是一个长期问题，但同时投资者的风险偏好依然较高、对资产收益要求仍然较高，那么必然会出现用短钱投长项目、高风险项目的现象，这是经济内生决定的，故而股市的波动无法抑制。对股市进行限制，还会出现非标业务以及其他形式的资产，市场堵之不绝。最近银行已经出现满足不了客户对高风险收益率要求的现象，在债券市场以1∶9配资购买债券，这都跟上述经济的内生性变化有关系。

温信祥：这次危机确实是一个难得的反思和改革的机会，因为金融监管制度，都是在总结历次危机经验和教训之后形成的。对危机的解读十分重要。我们只有正确地分析危机的原因以及做好顶层设计，才有可

能避免重蹈覆辙。有的国家就能从危机里吸取经验教训，但也有一些国家往往会误读危机，进而一错再错。这就像看病一样，不同的医生给出的诊断和开出的药方可能完全不一样。这么大的危机往往超出我们理解能力的范围，因此我们不能急于下结论。我觉得每个人都要对市场、历史和国际经验充满敬畏。

这次股灾在市场化救市不成功，动用了行政手段救市。这一点广受诟病。但是查处内幕交易和打击操纵市场的行为本来就是监管和法制的应有之义，我们不应该将其理解为行政手段。维持三公原则本来就是证监会的最主要职责。在市场规则没有什么大变化情况下，投资者玩砸了、发生了股灾，不能仅要求政府反思，市场和投资者也要反思。发展资本市场、发展直接融资都没有错，而且在未来也要坚持做下去。

这次危机归根到底还是由估值过高造成的，但是有涨必有跌，下跌也正常。从宏观的角度看，愿意做股东的投资者或者说愿意作为资本的资金太少了。融资有两个渠道，一个是资本，另一个是债务。现在债务率已经很高了，说明债务融资并不难，真正的难点在于资本融资。大量要求固定回报的资金进入了股市。为什么投资者不愿意当股东？主要有两个原因。其一，实体经济下行，人们对未来没有信心；其二，法治不完善，市场中缺乏契约精神。

刘宏海：我认为，第一，由于没有其他的投资途径，散户占多数的投资是中国被动储蓄条件下散户的理性选择。

第二，市场收益率水平的紊乱是当下各种紊乱的根源。收益率水平紊乱的一大表现是隐性通货膨胀高。在隐性通货膨胀很高的情况下，一个理性人通常会追逐高收益金融投资产品，倒逼金融机构推出附带高风险的高收益产品，从而对金融市场造成很大的伤害。

如何看待市场与政府的关系？众所周知，经济学分为自由和政府干预两大阵营，但我认为自由主义的根本问题在于完全放弃了政府干预。

当然，凯恩斯主义也有逻辑上的瑕疵，凯恩斯主张的通过投资刺激经济，只看到了当期需求，忽略了随之而来的下一期更大的供给。正是这一逻辑上的瑕疵，使得中国在多期动态循环之后出现了当前的局面。因此，如果指导性的经济哲学和逻辑思想不发生变化的话，现在问题很难得到解决。

要对市场进行清晰的定位。如果是政府主导的、以投资为主的经济，银行拥有更多的资源调动能力。如果是创新为主的经济，资本市场便是风险交易的场所。

关于危机，我认为金融本身是有外部性的，既有正的外部性，也有负的外部性。当市场剧烈波动的时候，政府干预可以避免更大的外部性。

最后，我认为，在为不同市场制定不同政策的时候，要遵循丁伯根法则。

高占军：为什么同样在有货币刺激的情况下，美国的股市能够坚持那么久，而中国的股市却坚持不住？其实，当前中国并不存在真正的货币刺激，因为货币供应量、社会融资总量等广义的融资指标是一直下降的。

报告把此次股灾与2007年的泡沫进行了对比，但没有解释为什么2007年股市大幅下跌，却没有造成很大的社会影响，而此次股灾却举国哗然。

最后，中国的股票市场其实是有退出制度的，但几乎没有上市公司退市。这说明很多时候并不缺少制度，而是缺少对制度的执行。我认为其中的原因很重要。

王春英：我有两个担忧。第一个担忧是对统计监测缺乏足够的重视

问题。我认为无论在现行监管体制还是改革金融监管体系、成立跨部门的金融监管机构，都应该对统计监测给予足够的重视。试想，没有信息如何发现问题呢？监管部门应该从专业的角度分析、判断什么信息是监测工作必需的，制定出科学合理的统计数据或者信息采集制度，同时在人力资源投入上，加大力度。

第二个担忧是“宏观审慎监管”是一句非常漂亮的口号，但有没有宏观审慎监管的应对预案？遇到什么样的情况采取何种应对措施、究竟会起到什么样的作用？都应该做好情景的模拟，否则一句“宏观审慎监管”可能背后的方案都是未知的。

许宪春：对上半年金融业增加值增长存在很多质疑。金融业包括四个细分行业，一是货币金融服务，主要是银行存贷款业务；二是资本市场服务，即股票、债券交易；三是保险服务；四是财务公司等其他金融服务。其中资本市场服务增长最快，股票是增长主力，像债券中的国债、企业债等则表现一般。

按收入法计算，金融业增加值 = 劳动者报酬 + 生产税净额 + 固定资产折旧 + 营业盈余。实践中，年度增加值根据企业财务报表计算，但季度核算时时拿不到财务报表，是根据与增加值有密切关系的指标来推算。比如货币金融服务增加值利用上年年度增加值增长率和存贷款余额增长率之间的比例系数和当季存贷款余额增长率推算。对于资本市场服务来说，为了减少股票交易量的波动对全部资本市场服务行业增加值增长的影响，会考虑股票交易量增速与债券交易量的差别。

另外，如果下半年股票交易量下降，会如何影响GDP增速？个人观点是，股票交易量很可能下降，且肯定会对金融业增加值增长产生影响。但房地产方面，从2014年初到2015年5月，商品房销售面积和销售额都是负增长，但6月开始转为正增长。根据房地产业增加值增长与商品房销售面积增长的关系，很可能下半年房地产业增加值增速会回升。上半年房地产业增加值为2万亿元左右，与金融业增加值2.8万亿元比较

接近。所以GDP增速既有上行因素，也有下降因素，哪个作用更大不好说，但存在相互弥补。

应更好地平衡实体经济和资本市场的关系

主持人：资本市场对于促进经济转型无疑非常重要，各位专家如何看这种关系？股市的剧烈动荡是不是会对我们的资本市场开放造成不利影响？

高善文：在股市震荡之后，值得我们深思的第一个问题是，我国是否需要一个以市场化为导向的高度发达的资本市场？我认为这个问题的答案是肯定的。

首先，人类的金融和经济活动都必须在技术约束的边界下展开。从历史来看，人类经历了三次技术革命。第一次技术革命是在中东的新月沃土地区发明了农业，这使得人类得以定居并创造文明。第二次技术革命是300年前的工业革命，这使得人类可以永久告别饥饿，并且实现人均生活水平的持续提高。第三次技术革命就是我们这一代人很幸运地正在目睹和经历的信息技术革命，特别是以移动互联网为依托，依靠强大的计算能力和无所不在的高速网络连接推动的革命。迄今为止，其影响力还远没有完全显现，但是重要性却和工业革命可以相提并论。

其次，以银行为中介的融资体系与工业时代的技术特征是相互兼容的。在工业时代，经济的核心是制造能力的提升。而在制造能力提升的过程中，非常关键的是技术、设备、存货和土地，这些都可以用于借贷过程中的抵押，其商业模式简单清晰，现金流容易预测。从技术特征来看，工业时代的技术天然地与银行为中介的融资体系相互匹配。在工业化时代，全球有两种截然不同的金融体系，一种是英美的保持距离型的融资，一种是日德的以银行为核心的关系型融资，并且从资源配置效率来看，两者可能不相伯仲。

但是在信息技术时代，以银行为中介的融资体系与技术发展并不兼容。从商业层面和技术层面而言，信息时代商业活动最重要的资产是平台和大数据，阿里巴巴、腾讯、百度最重要的资产是平台和数据价值。但企业没法把平台抵押给银行获得贷款，也不太可能把自己手中的大数据抵押给银行获取贷款。以银行体系为核心的融资体系与信息时代核心的资产本质上是不兼容的。在全世界来看，所有与信息技术革命相联系的融资活动，都发生在资本市场上。腾讯、阿里巴巴、百度能够发展起来，是因为其背后有强大的资本市场，或是香港金融市场，或是美国纳斯达克市场。

过去30年，中国要同时完成工业革命以来300年西方国家完成的两个革命，一个是工业革命，一个是信息技术革命，跨度是非常大的。以银行为中介的融资体系在中国工业化和城市化的过程中发挥了决定性的作用。但是，随着中国工业化进入后期，以及信息技术革命在中国的迅速展开，银行融资模式同信息技术的不相容性越发显现出来。

现在的中年人都还记得，20世纪90年代初，中国人标准的计算机文字处理平台是WPS（文字编辑系统），再之前一个依托英文操作系统的汉化技术是中文之星，这些技术创新都体现了中国软件工程师天才的创造力，但现在这些软件早没了踪影，其原因十分复杂，但它们身后没有一个强大的资本市场无疑也十分关键。

后来我们绕道和借助香港市场和美国纳斯达克市场，打开了一扇门，通过这扇门，许多中国的IT企业迅速成长起来。也许不久后我们会看到更多类似的伟大企业，但我们确信它们也将主要依靠强大的资本市场发展壮大。

中国的资本市场可以不发展，我们可以把这项功能外包给美国，通过美国资本市场为中国的天才企业家融资，这样的话中国的IT信息技术革命也不会中断。但是问题在于，第一，中国的投资者没有机会分享新技术革命带来的成长和财富扩张。第二，中国企业在美国市场的估值可

能会存在一定折价。这意味着在中国本土市场融资，企业会成长地更好、更快。

现在我们面临的问题是，个别中概股刚刚在美国纳斯达克宣布退市，有很多公司打算要从美国回来，打算在中国资本市场上市，而中国却因股市震荡停发IPO，重启时间无法预测。所以，健康的资本市场必须是稳定、透明、可预期的。

中国是否需要资本市场？答案是显然的。20年前的文献研究告诉我们，英美体系和日德体系是等价的，但在20年后，这个问题要画一个大问号，因为时代的背景已经完全不同。迄今为止，没有一个伟大的信息技术领域的领导型公司是依靠银行体系支持发展起来的，美国没有，中国也没有。我们也深刻地相信，未来，美国和中国的经济和金融体系都要围绕信息技术革命展开深刻和影响深远的革新。

值得我们深思的第二个问题，我们如何建立和发展具有高度流动性、有效率的复杂金融体系、特别是资本市场？这个问题非常复杂。

回顾工业时代以来的历史，在全球范围内，一个非常清晰的事实是，发达的资本市场只出现在以英语为母语（或官方语言）的国家和地区，比如美英、新加坡，以及中国香港等。我个人怀疑，也许存在历史进程的偶然性和路径依赖，但由于宗教、文化、伦理等原因，以英语为母语的国家和地区，在某些基因上与资本市场是天然融合的，所以资本市场能够发展起来。而其他文化则缺乏资本市场的一些核心要素，所以，东京没能成为亚洲金融中心，德国也没有。

我认为，发达的资本市场至少需要具备两个核心要素。第一个核心要素是政府对市场奉行自由放任的管理理念，而亚洲的儒家文化则实行的是“父爱主义”管理，这种思想绵延千载，对东亚地区产生了很深的影响。政府奉行“父爱主义”管理，资本市场就永远不可能独立发展。第二个核心要素是契约至上，通过立法、行政和执法，从制度和文化传统上

保证契约至上精神，使得市场主体和政府的行为稳定、可预期。

以上两个核心要素，其他文明似乎至少缺其中之一，而中国则是两者都缺。由于中国传统文化根深蒂固，政府和民众都普遍接受这个文化基础，因此中国要建立高度复杂有效的资本市场，可能需要很长的时间才能实现，甚至最终难以实现。

程漫江：《纽约时报》（NewYork Times）7月31日刊登了克鲁格曼分析中国的一篇文章“China's Naked Emperors”，其观点就是“皇帝的新衣在中国重演”。我认为这一轮股灾就是一次小规模的金融危机，但灾难的根源到底在哪里？

我近期在纽约碰到一些不太了解中国的机构投资者，他们问我的第一个问题是为什么《人民日报》会发表文章说4000点是股市牛市的起点？怎么理解这背后的含义？英国金融市场界的人士也问过我同样的问题，由于对方对中国市场有一定了解，还比较容易解释；而且这些所谓了解中国的外国的投资者也对《人民日报》的权威性深信不疑，相信中国股市有机会挣大钱。可是对于那些从来不做中国股票的华尔街投资者来说，根本无法理解《人民日报》文章背后的逻辑。

从2014年11月21日央行降息到现在，中国股市市值上涨了一倍，最高点时，股市市值占到了GDP的95% （接近60万亿元），这个过程中伴随着流动性在资本市场的巨大膨胀；但是我们一级市场的融资额却只有几千亿元。高善文博士反复强调资本市场的重要性，但是此时此刻，我们真正应该反思的是怎样平衡过度膨胀的资本市场与实体经济的关系，而不是过多强调资本市场对拉动实体经济的重要性。如果不对这个问题进行彻底反思的话，中国的股市没有办法回到正常的原点。

众所周知，中国的实体经济面临着非常大的压力，人民币也面临贬值的压力，在较强的资本外流预期下，如果无法化解人民币贬值压力，中国股票市场如何能够稳定？中国前两季度GDP增长都是7%，如果按

照金融大概贡献了两个百分点估算，根据现在的交易量预测，第三季度的GDP肯定会下滑到6%。如果经济继续探底，市场支撑到底在哪里？所以我认为在短期内，当务之急是怎么平衡资本市场和实体经济的关系。当前真正的危机可能在实体经济而不是在资本市场。

最近我看了余永定老师关于资本账户开放的一个课题，张明提出一个观点，就是不能指望资本账户开放完成推动国内金融改革的历史使命，非常有启发性。我们要反思的是，不能对资本市场寄予过多希望。原来所说的“改革牛”，是否资本市场无法承受之重？希望通过资本市场完成国企改革等历史使命，现在看起来是需要再思考的。面对这些宏大而又复杂的问题，我们需要坐下来冷静思考。很多时候，我们需要的是实事求是的勇气。

邓海清：关于《人民日报》发表评论的问题，我们曾经专门做了一项关于媒体作用的研究，当时《人民日报》副主编说其实评论是人民网发的，《人民日报》只是人民网这家上市公司的股东，结果导致大家误会这是《人民日报》的言论。

余永定：20世纪80年代，我在英国以优惠价格购买了苏格兰水电的股票，但我根本不知道也不关心股票价格。因为一直有分红，所以已经收回当时的投资。而中国股民仅考虑股价，不考虑分红，这种情况决定了中国股市赌场的特点。

本次股灾把大家的注意力从更严重、更重要的问题上转移了，5~10年后，历史事实将能证明我们的判断是否准确。我认为，可能从2012年开始中国就已经进入通货紧缩状态，PPI（生产价格指数）连续40个月负增长，CPI增长也较为低迷。如果降低猪肉和服务业的权重，CPI可能出现负增长。我认为，判断一国经济是否处于通缩状态，应该更重视PPI。PPI直接影响企业利润，从而加剧通货紧缩和债务增长的恶性循环。目前中国面临企业债过高的问题，参考标准普尔统计数据，中国的

企业债为14万亿美元，美国为13万亿美元。换言之中国在经济规模远不如美国的背景下，企业债规模超过美国，成为全球第一。当然，这个估算值只能姑且听之。前不久我们对企业债的动态过程进行了模拟。目前企业债占GDP的比重为120%左右。但如果中国经济不出现结构性改善，企业债占GDP的比重将会急剧上升，四五年后就会超过200％。企业债务的急剧增长将成为影响中国经济稳定的重大问题。

我认为中国现阶段的通货紧缩情况比1997~2002年更为严重。因为目前的产能过剩比当年更严重，而且难以找到像当年把中国从通货收缩中带出来的增长引擎。例如，我们的钢产能为10亿吨，过剩产能超过所有世界强国钢产能的总和。现在中国经济中去库存、去过剩产能的工作难度将会远大于上一次。再加上缺乏退出机制，工厂为了生存、不顾亏损继续生产导致价格不断下跌。

回到股市，政府希望通过股市将资金输送给企业，从而降低企业的负债率和杠杆率，但是政府不能制造泡沫。培育资本市场，有助于解决企业利润下滑、经济情况堪忧和融资难、融资贵的问题，但政府媒体不应为股市泡沫添油加醋。鼓吹“改革牛”是在误导民众，应当追究责任。另外，除非到不干预就会导致系统风险的时刻，政府不应该干预股市。股民是理性的，如果相信最后总会有政府兜底，就会丧失风险意识、产生败德动机。泡沫吹起来了，而了解实情的高管则会在赚取高额利润后及时撤出，最后损失的还是老百姓。

王允贵：我谈谈资本市场的开放问题。

虽然有阴谋论认为是外国人在做空，但从外汇局的监测情况来看，QFII在我们整个资本市场交易量中的占比不到2%。同时，我们发现所谓的从地下钱庄透过香港到大陆来的钱也很少。

资本项目可兑换，或者说资本市场开放，是必须要做的。但是我认为可兑换和资本市场开放并不完全一样。可兑换是全方位的，和贸易领

域的WTO是一个概念。贸易领域的WTO把我们整个商业体系对外开放了，资本领域可兑换则是金融领域的WTO。虽然可兑换的风险极高，但保护也是不可取的。不然就会像现在一样，我们的A股连国际板都做不了，外国公司无法到中国上市，即使是中国企业到国外上市也要通过各种审批。所以资本市场开放必须做，但是具体怎么做则需要设计。不然的话，我们整个资本市场就不会有搅局者和鲶鱼效应。

这一轮股市的震荡是两重的，一方面，我们股市急剧下行，巴西等金砖国家比我们还怕。另一方面，外国成熟资本市场的监管者对我们也非常不理解。如果我们的资本市场不改革、不开放，不让外国机构了解和监督我们，我觉得我们将很难把市场救活。

总之，我觉得下一轮真正要解决的是资本市场改革开放如何设计的问题，而不是今天大家还在讨论的成因问题。

对政府救市的反思：监管层缺乏预案？

主持人：在股市剧烈动荡之后的救市过程中，哪些是值得反思的？

程漫江：目前中国的股票市场可以说已经完全失去了融资功能，都不能算作一个真正意义上的股票市场，主要靠中证金的融资或者预期在托市。例如，8月7日市场突然上涨，就是因为传言中证金的救市资金目标可能会高达5万亿元，所以市场情绪立刻高涨，股票也随之上涨。这种预期很不正常，就像“皇帝的新衣”一样。所以现在不能再“忽悠”老百姓进入股市，不能再反复让中证金增加资金来托市，而应该考虑如何让中证金平稳有序地退出。根据我们的研究，中证金现在可能有2.5万亿元的救市资金。根据公开披露的信息，央行给了中证金1000亿元再贷款，中证金发了800亿元债券，剩下基本上都是银行的贷款了。

此外，我认为救市也面临着一个严肃的问题，就是对救市本身的制约。当年美国的救市经验是值得学习的。如果进行无底线的救市，反过

来又会演变成一个更大的风险。根据我们的研究发现，中证金购买股票的行为基本上很难得到合理的解释，中证金购买了大概800只股票，如购买五大商业银行、“两桶油”的股票还可以理解，但是购买创业板股票的选股规则就很难理解了。所以刚才谢总讲的，怎么让股票市场真正回归正常，哪怕是回到2014年初的市场状态。这里不是说股指点位，而是恢复到大家对市场的正常认知，那个市场上还是有契约精神的。

余永定：这次股灾显示，监管机构缺乏处理问题的预案，以致应对失据。1978年美国股市单日跌幅高达500点，造成恐慌，监管当局及时注入流动性，很快就把市场稳定下来了。中国政府采取的一些托市措施似乎过于极端，将对股市造成长期损伤。

这次股灾还显示，中国管理资本市场并非像自己想象得那样强。可以设想，如果此时中国的资本账户已经完全开放，中国的股市会乱到什么程度。现在人民币资本项目下的可兑换还未实现，人民币已开始贬值，如何防止汇率贬值预期导致资本大量外逃，已成为亟待解决的问题。

瞿强：我想起以前在报纸上看过的一个真实的事件。山东一个妇女咳嗽得厉害，到医院体检之后发现是肺癌，于是做了肺部切除手术，进行了一年的治疗，后来她又到另外一家医院体检，结果发现不是肺癌，是肺炎。所以，我的困惑是，此次股灾到底是“肺癌”还是“肺炎”？从当前数据来看无法得出明确的结论。

在此次救市过程中，我们更多关注的是国外经验，但“市”有不同的解释，可以是市场信心，可以是市场点位，可以是市场流动性，也可以是银行间流动性。流动性与流动性之间是不一样的，国外经验也千差万别。等更多的数据出来以后，我们就能确定这次到底是“肺癌”还是“肺炎”了。实际上真正的金融危机不是股票涨跌，而是银行危机，银行流动性不足，没有了贷款可获得性，影响了实体经济，才会出现金融危

机。反之，只要把政策着力点放在银行上，把流动性稳住，股票的涨跌就无法动摇根本。中国股票市场的逻辑通常是故意拉高股价，割裂了资金需求方和储蓄方的利益，如果将来能够让股价回位，放开融资，平衡企业和老百姓之间的利益，市场才会稳定健康发展。当然，这一进程是漫长而缓慢的。世界不同金融体系的国家在选择一条发展道路时可能有其历史偶然性，而其后的发展也可能是路径依赖，我们无法单凭文化基因来一概而论。

程漫江：当务之急是中证金到底该如何转型、如何走出维稳角色。我个人有一个非常不成熟的想法：中证金现有的仓位是否可以通过一定机制有序地转给社保，通过这样制度安排逐渐让中证金淡化救市角色，也真正让资本市场起到一些推进改革的作用。

张忆东：我谈两点看法，一是由央行统一监管杠杆。二是证金公司有序退出，可以借鉴香港银河基金ETF的做法，用四年时间退出，给市场一个稳定预期。现在证金公司给市场的印象是要做波段，这样永远无法退出。除了有序退出，另一个问题是证金公司如何处理那些劣质股票，买入时是救急，现在不能再买，但是也不能卖，应该融券解决。

政策建议

主持人：各位专家都有哪些关于改进监管的建议？

高善文：反思这次股灾，最重要的是接下来怎么办，需要从两个层面去考虑措施。第一个层面是政府监管层面，第二个层面则是从市场运行机制和契约的设定层面。

政府管理需要对两方面进行反思。

第一，要充分认识和尊重资本市场的复杂性和独特性，并由专业人员来管理。在历史上证券监管部门的领导都来自银行体系，这有其历史

背景和原因。但随着资本市场越来越开放、越来越复杂、越来越重要，也许要考虑配置更多的专业人员。

第二，为证券监管设定单一和可行的目标。据我所知，没有一个发达国家的证券监管部门为股票指数高低或涨跌负责，即便在新兴市场应该也不多见，但是中国证券监管机构的一个重要任务就是让指数平稳运行。指数涨跌完全是市场的事，监管部门去维护指数本身是不可能完成的任务，也与市场发挥决定性作用的改革方向相矛盾。监管部门的职责和业绩考评应该与指数波动完全脱钩。

资本市场的利益特别集中，但证券监管部门却排在庞大的政府序列靠后的位置，许多领导和部门都可以对其指手画脚，执法也会遇到地方保护主义的抵制，甚至《人民日报》发文评论股市都会对监管产生心理影响。如何解决这个问题呢？第一，大幅度提高监管部门的独立性，使其有可能扛住来自方方面面的压力去公正执法。第二，各级领导和部门不干预证监会工作，并使之成为一种工作传统和默认规则。

证监会的核心工作应该从维护指数稳定和应付各方面政治压力，转为全心全意地落实贯彻证券法和其他监管法规，维护市场“三公”，打击欺诈、内幕交易和操纵市场。

那么，从市场层面如何反思呢？

首先，一个显而易见的事实是，杠杆交易与涨跌停板制度存在冲突，停牌制度被滥用也加剧了流动性紧张，我们必须从交易制度层面上进行反思。

其次，指定系统重要性的证券类金融机构。在全球金融危机之后，监管体系需要指定一系列系统重要性机构，对其进行额外的监管，并迫使其订立遗嘱。这次的股灾，一些证券公司出现流动性极度紧张的局面，这清楚地说明，对系统重要性金融机构的管理范围必须扩大，以防

止证券公司未来可能发生的流动性危机。当然，作为系统重要性机构，本身是要付出成本的。

最后，提高市场的透明度。导致市场大幅下跌的原因很多，其中杠杆不透明是一个很重要的因素。市场需要增加透明度，一是从场外到场内的强制披露，要披露尽可能详细的杠杆和类杠杆交易的合约细节；二是用场外交易弥补场内问题的不足，当流动性匮乏时，事先应约定大额交易和平仓盘必须在场外平仓，不允许进入场内。

所有危机的一个共同特征是出乎绝大部分人的预料。即使没有相应的制度安排，如果大部分人都有预期，也是不会发生危机的。例如，当股票一半停牌、一半倒在跌停板上，私募及公募基金如何估值呢？这在事前是没有规定的，从而导致危机期间估值体系的混乱，赎回压力也加剧了流动性紧张。这里的重点不是怎么估值，而是大家没有预料到这个情况的发生，没有预案。

比如我们可以考虑在合约中事先设置补充性安排，即如果出现流动性匮乏，可以先赎回没有停牌的股票，其余则可以等恢复交易后再进行。这既维护了基民的利益，又缓解了流动性紧张。这类通过和约层面的安排进行的调整比法律层面的调整要灵活有效得多。

王涵： 关于如何解决，我提三点建议。

第一，监管机构和市场机构之间的沟通机制需要更加通畅。证监会的全称是“中国证券监督管理委员会”，但我觉得监控、监测也很重要。在6月27日上海新金融研究院的研讨会上我们曾谈到，6月26日出现了一个现象，市场上分级基金A跟着股票一起跌，这个当时已经引起了我们市场金融机构的警惕。分级基金A是一种优先级资产，优先级资产跟随股票价格一起下跌，说明人们担心当劣后级跌穿，进而会波及优先级，这类似于美国发生金融危机时大家担心AIG倒下，这就是市场开始担心对手方风险了。从逻辑上去推演，从对手方风险到流动性风险，是一个

顺理成章的演化过程。也就是说，6月26日，市场机构就监测到对手方风险了，如果当时这个信息能够顺畅地传递到监管层，其实后面应对的时候，就会更加顺畅一些。

第二，如果像我刚才说的，资金短钱长用导致的市场波动是有内生性的，则我们就需要去解决缺“长钱”的问题。转型必然是3~5年才能取得成功，用短期资金来解决长期限问题，一定会发生流动性风险，这就如同用7天回购资金去购买10年期国债。

现在市场上都在讨论证金公司，我认为，虽然其应该怎么投资、资金是否应该划归社保等的确是一个问题，但证金的存在是具有很强合理性的。

我们知道，80%的股票市场投资者是散户，即这个市场本身并非都是理性的投资者。与此同时，整个股票市场对转型意义有很重大，不发展股市肯定不行。在这种情况下，我们就需要市场有一个“压舱石”。如果市场参与者不理性，彻底市场化将极为危险。证金既可以控制筹码，又可以控制流动性，本质上应该成为“压舱石”或稳定机制。

如果从长效机制来看，因为在当前的证金机制下，出资者和投资者不是同一拨人，会有监管和道德风险，那么是不是可以考虑尽快出台中国的401K计划，以尽快替证金成为市场的稳定器？美国市场为什么没有那么多散户？美国老百姓的钱都交给401K了，换句话说，401K的本质就是把短钱强制性长用，这自然就解决了市场缺乏长期资金的问题。另外，美国资产支持ABS（证券化）市场很成熟。既然整个社会负债端是短的，而资产端是长的，因此ABS的本质是提升资产端流动性，在2014年降息过程中，ABS的发行一直受滞。如果银行投放了30年贷款，在二级市场上把ABS转出去，自然可以发放长期贷款，这样就能解决期限问题。

最后我想说一句，高善文博士刚才提到应该完全市场化，我觉得这

是不可行的。高博和我都有物理专业背景，我们可以用公式把天体的运行轨迹算清，但是却无法预估一个三岁小朋友的下一个动作。为什么？因为人性本身具有不可预测性以及非理性的成分在里面。同时，对于中国以散户为主的市场，这种非理性可能更加多一些。这样的市场，监管是必需的。就像一个三岁小孩，我们把交通信号灯设计得再好，他也不一定会遵守交通规则，只能加强动态的预调微调，放任不管肯定是不行的。

第三，我觉得我们还需要正确和及时地对外宣传。到现在为止，极少海外投资者知道股票停牌是机构自身的行为，海外媒体宣称是中国证监会让其停牌的，这对于中国的金融开放肯定是不利的。我们是不是应该加强对外宣传力度？

管涛：在树立风险意识的前提下，就应该建立应对预案。正如2009年时资本大量流出，2010年资本大量流入，当时根据国务院的要求，外汇局就建立了应对资本异常流出和流入的预案，在2010年、2011年、2013年三次启动了应对流入的预案。预案设定了一系列情形，把资本流动冲击分为不同等级，然后按照关注、轻度、中度、重度等不同状态拟定应对措施。这些措施可能是头脑风暴式的，把所有的工具都列举了出来，并梳理了发生什么情况下使用什么工具。但具体操作时，则可能要根据具体情形采取有针对性的措施。从我在外汇局的工作经验来看，有了预案后，在启动预案时，尽管有些工具涉及其他部门，但由于之前拟定预案与各部门已经会签了，启动时只要向国务院报备一下即可启用，这可以大大提高对危机的响应能力和处置能力。否则，一旦出了问题再研究，再拿方案，再会签，肯定来不及。

此外，由于股市调整有不同的程度，就意味着采取措施也需要分层次，而不是一股脑全部上。比方说，刚开始的时候，可考虑采取熔断机制等市场化安排调控。高博士强烈要求应该反省涨跌停板制度、反省T+0制度，是否需要改变还可以继续研究。但即便不想做大的改变，预

先也可以设定一些熔断机制的安排，作为非常时期的临时性措施。比如，可考虑当上市公司涨跌停的家数达到交易家数的一定比例后，可以盘中停盘一下，然后再恢复交易，如果仍然有很多涨跌停的，就暂时取消涨跌停板限制。就像美国的做法，如果市场一天调整20%，就先停市一段时间，打开以后，这个市场还可能恐慌，就直接闭市了。这种市场化的安排，可能比一下子由监管部门直接介入市场会更好，而且因为是事先预设的，市场清楚相关后果，可以早做准备。即便到了需要采取非常手段的时候，也应该尽可能遵守市场原则、法治原则。国内有些新闻宣传报道解释股灾会引发系统性风险，救市非常必要，香港1998年、美国2008年都采取过救市措施，我们也可以救市。对于应该救市，相信国际上并没有大的非议，但关键是怎样救，采取的是何种手段。救市的成本不仅是经济成本，后面非经济成本可能会非常巨大，不计后果的救市需要非常慎重。

王允贵：大家对于股市暴跌、高点刺破的成因已经有定论了，所以接下来更需要讨论的应该是如何改革的问题。十八届三中全会对资本市场改革有很多要求，中央各部门也给出了承诺，比如外汇局、证监会等肯定都有各自的时间表。我认为除了切实推行注册制，还有几个方面需要改革。

第一，是否需要将上交所和深交所像国外一样改造成股份制公司？这两家机构目前并不是独立的国企单位，或者说不是独立的市场单位，所以在审核公司的上市资格时就有可能遇到困难。对比香港股票交易所，他们的总裁李小加的权力很大，甚至比很多监管部门的权力都大。那么如果将来我们把股票发行权交给深交所、上交所，这两家机构能否改造成非国企控股的股份制机构？我认为如果未来我们的股票发行机构不能进行市场化改革，现在的问题就不会得到解决。

第二，是金融监管体制改革。我们已经建立了由“一行三会一局”构成的金融监管框架。现在看来，混业经营是大势所趋，监管机构的职能

调整与整合也势在必行，最多就是时间早晚的问题。另外，由于央行不仅仅是商业银行的银行，还是货币发行机构，所以才能干预股市。我们从上一轮次贷危机的经验也可以看出，央行有维持金融市场稳定的职能。然而在实践当中，央行对股票市场关注不够，但股市出了问题却要央行援助。所以无论是为了满足混业经营和金融监管的需求，还是为了顺应新金融时代的趋势，金融监管机构的整合是一定要做的。刚才高博也讲过这个问题，上次次贷危机时也有过很多讨论，比如双峰模式和单极模式。其实由你们这些市场人士来设计监管框架更加合适，而让我们监管机构来设计机制则很难。最后我想说的是，“三会”的功能监管其实都退化成了机构监管，监管权力最主要的是对金融机构高管的任命。将来如果金融监管部门在干部管理上不改革，可能就无法打破很多利益链条。

张忆东：我对市场的看法是，救市已经成功，不要再画蛇添足，下一步应当考虑怎样推进资本市场的改革。6月29日我们提出救市建议是救急，现在则不是。A股自由流通市值19万亿元，现在有10%在国家手中，有些股票“狐假虎威”，已经出现大幅上涨。我们担心的是会否再出现一轮暴涨，那样就更麻烦了。

很多人没有从资本市场出发，还在从经济角度考虑问题。即便从经济角度，维稳很重要，但应该用市场手段，而不是用行政的手指导买卖。政府应该退出，让市场做主。维稳就是守底线，类似保增长那样托而不举。守是守信心，不是让赌徒炒完股票跑路。

这次股市震荡是杠杆带来的恶果，而证监会一家管理不了杠杆。应该让央行统一严格管理杠杆，否则股票稍微上涨，银行配资进入，悲剧会重复上演。如果只是本金投资局面不至如此，2012年、2013年、2014年和2015年第一季度都很正常，4月以后场外配资全面失控，这是问题的核心。

三、近期中国股市异动的反思㊟

圆桌时间：2016年4月9日下午

圆桌参与嘉宾：

管涛 CF40高级研究员

缪建民 CF40常务理事、中国人寿保险（集团）公司总裁

高善文 CF40成员、安信证券首席经济学家

瞿强 CF40成员、中国财政与金融政策研究中心主任

孙明春 CF40成员、博海资本董事长兼首席投资官

李麟 CF40特邀成员、上海浦东发展银行战略发展部总经理

尹艳林 CF40特邀嘉宾、中央财经领导小组办公室经济二局局长

刘晓春 CF40理事单位代表、浙商银行股份有限公司行长

郭宇航 SFI理事、点融网联合首席执行官、共同创始人

刘冬 NFI创始理事、华夏人寿保险股份有限公司副总经理

圆桌主持人：

廖岷 CF40成员、中国银监会上海监管局局长

股市异常波动的成因

主持人：2015年股市异常波动至今将满周年，对于股市异动的原

因，管涛在其负责的CF40内部课题“反思中国股市异动”中已有深入分析，大家有何见解？

缪建民：对股市异动进行反思很有必要，西方谚语有云：“不要浪费危机。”危机的经济成本和社会成本都非常高，如果能够及时进行反思和总结，提炼出经验和教训来完善制度和优化市场运行的基础，就“不会浪费危机”。所以，我们应当对这次股市异动进行总结和反思，并且不能仅局限在学术层面，需要提升到国家的实践操作层面。近一年来金融监管体制改革的呼声高涨也与危机的爆发密不可分。对于这次股市异动，一方面我们要从市场角度来反思，另一方面则应从制度层面出发。

从市场的角度来讲，尽管每次危机的表现形式不同，但终极成因大致一致——人性贪婪引发泡沫，泡沫破裂引发危机。

1.股指过高

2015年6月中旬，A股平均市盈率32倍、不含银行则高达57倍，中小企业板85倍、创业板150倍。大量大盘蓝筹股市盈率超过100倍，全通教育、暴风科技等创业板股票市盈率最高时超过1000倍。相比较而言，国际成熟市场的股市指数市盈率都是10~20倍，比如道琼斯、标准普尔500；创新型企业的股票市盈率也少有超过30倍的。2000年美国的高科技股票泡沫中，纳斯达克从1999年底50多倍的估值水平，在上升至近150倍时崩盘，用了三个季度。反观中国的创业板市场，2014年底中国创业板的市盈率也是50多倍，走到150倍只用了两个季度。1997年香港动用外汇基金救市时，恒生指数的市盈率是8倍左右；2008年美国救市时，很多股票市净率已跌到一倍以下。而中国市场历经2015年几次救市、几次下跌之后的平均PB仍在三倍左右。因此从市场的角度来讲，这次股市异动没有新鲜的原因，就是泡沫过大，并且最终破灭。

2.杠杆过大

伴随此次中国股市大起大落的一个全新特征是，股市中出现了大量的杠杆且达到了极大的规模。而我国因实施机构的分业监管，即便到目前为止，杠杆的峰值仍无定论，导致我们在救市时心中无底。国际上成熟市场的杠杆运用由来已久，渠道也很多样，但监管部门对资金流向的掌控清晰，对资金总量的控制较为严苛，从而极少出现类似的杠杆收缩带来的市场巨幅震荡。

3.境内、境外的期（现）货交叠

中国金融期货市场的历史短，但是发展很快，形成了股票市场和期货市场的互动互通的新局面。截至2015年中，已有中金所的三款不同标的股指期货品种和新加坡的新华富时A50股指期货及香港挂钩恒指的期指产品。成熟的金融市场对期货投资的监管有着非常规范的制度，对其运行有着深刻的理解。而我们对期货的监管却仍有缺失，对期货市场引领作用的认识也不够深刻、不够警觉。

综上，随着杠杆资金的介入、多个市场（境内/境外）的联动、多种工具（现货/期货）的相互影响、多方向（做空/做多）交易的博弈、多重机构（场内/场外）的角力，资本市场已经从过去单一的“陆地战”变成了多维度的“立体战”。看待股票市场的走势，包括在对救市措施的选择，就不能再用单纯的陆军思维。与之相适应的一个经典案例是，1998年香港政府救市时，是从现货、期货及外汇市场三个角度同时入手。

4.投资者结构

中国的股票市场以自然人投资者占主体。从上交所2014年年鉴来看，2013年自然投资者持股市值占总市值的21%，交易量则占到总交易量的82%，而在2015年，大量自然人投资者使用杠杆，导致这一比例更高。在成熟市场中，这种结构很少见：在香港，自然人投资者的交易量占总交易量的20%，英国是12%，美国则为30%左右。另外，由于排名机制的影响，当前A股市场的基金投资仍然具有散户的特质。散户投资

者无论是年龄、素养和收入水平上讲，都容易导致投资的非理性化，这是我国资本市场起伏较大的重要原因。

从制度层面来看，我们需要反思如下两个问题。

第一是退市机制不完善。在过去15年里，美国上市公司数量从顶峰时期的7459家降至3831家，有时IPO的数量甚至还少于退市企业数量。美国股市出现长达8年的“长牛”行情，一大原因就是其供求大致平衡。而中国在未来实行注册制后，供给不断增加，需求增长却难以跟上，股票的供给和需求将难以平衡。中国的货币供应量比美国大很多，但为什么我们总感觉股票市场供给失去平衡和市场流动性不足呢？这点值得考虑。

第二是股票回购机制也存在问题。2014年，美国的上市公司用于股票回购和派息的支出一共是9140亿美元，占全部上市公司盈利的95%。中国股票市场自诞生以来，所有上市公司回购总量也才几十亿元，2015年市场形势危急时，监管部门要求上市公司表态回购，但真正拿出行动回购的公司也不多。这其中就存在一个问题，有的公司股票估值很便宜，时常推销自己的派息比市盈率还高，但是投资者的疑问是为何公司不购买自身股票呢？这说明我们的股票回购机制有问题。

完善回购机制，需要注意两个问题：第一，回购后要及时注销；第二，在A股回购中，往往是由国有企业占主导，但回购交易完成后国有企业却不能卖出。另外，上市公司以国有企业权重最大，但股价表现好坏和公司管理层没有关系，他们只在融资时才关心公司股价的高低。而上述两个问题都可以很好地从制度层面得以解决，从而促使股票市场可持续地健康发展。

瞿强：虽然确实存在媒体舆论误导这一问题，但单纯地指责媒体舆论，往轻里说有点不太客观，往重里说则是不厚道。因为媒体也有上级主管单位，他们也需要配合某些事情。就我个人的经验而言，通过这两

年对市场的观察，我认为政府还是有一定的意图，市场应该是正确地解读了政府的意图。从大的角度来看，2014年初的时候，我觉得很多人，包括经济管理层，都意识到中国经济金融体系存在较大的风险，都在探讨如何化解这些风险，客观说，一时也找不到什么好方法。这时似乎有些人支了招，提出了“债转股”，试图将股市推起来，降低企业和政府的债务负担。不能单纯地怪罪媒体，说到底政府还是想把资本市场当作财政工具用一下，还是传统的思维。这一点值得反思。

2015年4月，CF40年会召开时，市场还没出现大的问题，A股指数在4000点左右。我清楚地记得，与会的领导，他们一致持有两个看法：（1）银行信贷资金进入股市是经济发展的正常需要；（2）银行信贷资金进入股市符合党的十八届三中全会精神。我当时提出，这违背了宏观管理长期的审慎原则。我举了个例子，朱镕基总理在任时，有一个底线就是严防信贷资金进入股市，在中国这个风险非常大。从历史上看，第一次系统的金融危机，就是法国1719年，路易十六政府债台高筑，约翰劳先设皇家银行发行纸币购买国债，政府用纸币支付债务，再设立密西西比公司，拉高股价，吸收纸币。这个“大系统”说白了就是“债转股”，很快就崩溃了，其后果是，法国人此后二百多年害怕股票市场；日本20世纪80年代后期的泡沫经济过程中，也有大量的股权融资替代债务融资的现象。所以，2015年年会上，我半开玩笑地说，当市场在没有实际经济支撑的情况下，涨到4000点，如果还这么忽悠市场，自以为是妙棋，实际上是一步险棋。

高善文：我们要理解，金融市场的波动是市场经济内在活动的一部分。80年以前，有人问华尔街的大佬“老摩根”，明天股市会怎么样？老摩根说：股市会继续波动。

可以说，金融市场、股票市场的波动，是市场正常活动不可避免的组成部分。如果金融市场连波动都没有了，还要市场干什么？从这个意义上来讲，对股市异动的反思，就必须把正常的波动和异常的波动区分

开。

股市的正常波动事前很难预测，许多波动事后也很难解释。所谓能够解释股市波动的说法，大部分都会沦为股评，不脱“事后诸葛亮，事前猪一样”的范式。

股市的正常波动是市场活动的一部分，我们不需要去重点分析它，事实上许多时候也很难分析清楚，我们的分析应该聚焦在异常波动上。

什么叫异常波动？以2015年的情况看，异常波动有两个特征。第一，市场丧失了流动性；第二，市场丧失流动性的潜在破坏力，有可能在金融体系的其他部分，乃至社会的更大范围迅速扩散。2008年的股市暴跌没有出现这两个现象，2015年“8·11”汇改后，8月18日到8月底下跌的过程也很惨烈，但市场始终能够正常交易，所以也属于正常波动。

所以我们的注意力焦点应该是在异常波动。要分析异常波动必须聚焦两个问题，第一，为什么市场丧失了流动性？第二，流动性风险可能会如何向金融体系其他部分扩散？

市场的传闻是，当时一些大券商已经无法支付到期债务，一些基金公司也无法应付赎回请求，这些现象和由此产生的恐慌可能快速扩散，市场流动性的丧失是明显的，潜在后果也很严重。

对中国股市异动的深层次思考

主持人：对于此次股市异动的深层次反思，大家有何见解？

尹艳林：从历史角度来看，这次股市的异常波动，是在国际金融危机后，我国经济发展进入新常态，市场机制不断发展，而监管体制还不完善，这样特殊的历史条件下发生的。大家都了解，从有股市以来我国的股市波动已经发生过多次。这一次并不是最低点，最低点时只有900多点，但为什么这次大家反应如此激烈呢？这个问题要放在历史中去分

析。有分析提到是因为市场里散户太多，事实上中国股市中，散户一直很多。而现在的情况应该是，机构的行为也散户化了。因此，一定要在中国现在的历史条件下看待股市，不能一味地简单说机构就好。现在股民也是理性投资，即使表现为非理性，但实际上也是理性的反应，机构的散户化也是理性的。因此，要分析这一次的股市波动，一定要放在我国现在的历史背景下来理性地分析。

高善文：2015年的股市异动与正在启动的新一轮金融监管改革之间也许有着一定的联系。至少我们可以确定，目前金融市场乱象丛生，应该是促使政府下决心推动金融监管改革的重要动因。从这个意义来讲，把对股市异动的反思放在金融乱象丛生的现状、放在整个金融体系背景之下来看也许更恰当。

目前金融市场乱象丛生的根本原因是什么？我认为可以用一句话概括：一方面，我们已经有一个以市场为导向的、追求利润的、越来越商业化的金融机构和市场体系；另一方面，我们又有一个以维稳为导向的，追求升迁的、高度僵化和官僚化的监管和决策体系。这两者之间不可避免地产生越来越大的张力、越来越明显的矛盾。即我国的金融体系已经市场化了，而金融监管体系还远远落后。

小平同志曾说过“摸着石头过河”，现在的问题是金融机构和金融市场已经游到了河的对岸，金融监管体系还留在河的这边。

对此，改革的方法只有两个：一是把金融市场和金融体系从河的对岸拽回来，二是金融监管和决策体系勇敢地游过去。

从大家的讨论和反思，以及最近的一些迹象来看，我们看到更多的意见似乎倾向于把金融机构和金融市场从河的对岸拽回来。这样做当然最简单，也能快速解决问题，毕竟长期以来我们习惯于这种做法。

但是，党的十八届三中全会提出要让市场发挥决定性作用。如果这

样做，那么我们离三中全会的这个要求是越来越远还是越来越近？我们在反思金融监管，反思金融乱象，乃至反思股市异动的时候，不能逃避这一核心问题。

金融市场异常波动的一个重要原因是加杠杆。那么两融加杠杆是错误的吗？还是我们对杠杆的监管跟不上？许多分析认为另一个导火索则是股指期货。那么开办股指期货市场、发展衍生品市场有错吗？还是我们对衍生品市场的作用理解不透彻，或者交易制度和监管体系不完全配套？

我们必须通过限制股指期货市场来实现市场的稳定吗？究竟是发展衍生品市场错了，还是对它的理解以及监管错了？是股票市场的融资融券错了，还是伴随着融资融券的发展，我们的监管不适应导致了问题呢？

在这些现象的背后，其实还有更深层次的问题，我们需要深思，我们的金融监管和决策体系对市场化改革的心态是不是叶公好龙？在写决议、做报告的时候是坚定市场化的改革方向，指出要让市场发挥决定性作用；而一旦真正推进市场化之后，其他配套体系没有跟上，出了问题，就开始手忙脚乱，就想走回头路。

在这个层面上，我们看到的是市场化不彻底所暴露出的问题，是金融监管和决策体系面对市场波动，缺乏充足的心理准备、缺乏必要的知识和技能方面的储备。根子上，是金融市场和机构体系已经市场化了，但监管和决策体系没有跟上，很不适应。

郭宇航：作为散户，我认为就应该把资金交给专业机构来操作。但我把资金交给私募后，却发现私募做得还不如我。中国目前的状态是，政府引导散户把资金交给机构来投资，导致市场本身出现了一些问题。政府是否一直在整个资本市场上起主导作用？是否让市场发挥了作用？这是一个本质问题。

从我党的批评和自我批评来看，只要资本市场出问题，没有明确监管部门的业务就会成为众矢之的，比如P2P。我相信P2P的股票配资量非常少，但是出了问题以后却把P2P配资当成主要目标来打击——包括最近的首付贷和P2P配资买房——到底P2P配资资金总量多大，这些全部都有统计数据可查。

因此，我认为被打击的链家和恒生电子等公司都很冤枉。恒生的HOMS系统经营配资业务，从某种程度上来说，监管部门可能没有给出书面报告，但应该是得到了某种默认的暗示。但一旦问题暴露，五亿人民币的罚单毫不留情地就下来了。这体现了一个问题，暂时没有持牌而从事金融服务的中介机构没有保障。

我是律师出身，对法律问题比较敏感。在股票配资上，由于存在连续跌停而无法抛出的情况，点融网一直没有参与配资，因此这次并没有受到太大的影响。但事实上我也很想参与，因为市场上的主流配资平台都在赚钱，而且风投纷纷涌入，平均估值十亿人民币，每年利润至少一个亿。在这种情况下，配资就是市场行为，既然银行能提供这类业务没有被禁止，那么市场上通过民间借贷来炒股，严格意义来说也不是非法的。比如投资者从亲戚朋友处借钱炒股，这能算是非法吗？

因此我们反思股市异动，还是要抓本质，而不是随随便便让上市公司或P2P平台来当替罪羊。从这个角度来说，一个没有被法律明确禁止的产品，在出现问题后被迫替罪，这可能是监管部门找不到重点（或者不愿意去找重点），从根本上解决问题的一贯做法。

孙明春：我谈一个技术性问题，是关于股票跌停板与股票基金赎回规则之间不匹配的问题。如果我理解正确的话，在出现连续跌停板的情况下，股票基金的赎回可能会造成一些不公平的现象，甚至加剧股票市场的流动性危机。

比如说，当某一天股票市场出现比较大规模的跌停现象时，股票基

金的投资者依然可以选择在当天股市收市之前赎回其基金份额，其所适用的基金净值按当日基金组合中所持股票的收市价格计算（其中跌停股票的价格就按跌停价计算）。然而，由于出现了跌停，这些跌停股票的收市价格（即跌停价）并不是一个可以交易的价格（或者说可以清仓出售、获得现金用于应对赎回的价格）。如果第二天这些股票继续跌停，那么基金经理在第二天依然无法出售这些股票，当天收市时这些股票的跌停价格就比前一天又低了10%。由于前一天赎回基金份额的投资者所适用的基金净值是按照前一天的收市价格计算，那么即便这些跌停的股票无法出售，基金公司也要按前一天的收市价格计算基金净值并偿付现金给这些赎回的投资者。这意味着，由于股票连续跌停、无法卖出而导致的价格损失都留给了尚未赎回的基金投资者。显然，这对尚未赎回基金的投资者而言是不公平的。

当然，在股票出现跌停板时可以采取一些更科学的基金净值的计算方法来尽量减轻不公平的问题。但更重要的威胁是，如果股票市场出现了大规模跌停，引发大规模的基金赎回行为，这会逼迫基金经理在当天或者第二天通过清仓出售来筹集赎回资金。然而，由于这些股票跌停，基金经理只能去卖出尚未跌停的股票，而这很可能导致更多股票进入跌停状态，导致股市的流动性进一步恶化，形成一个恶性循环，最终甚至有可能导致整个市场瘫痪。

相比之下，在一个没有跌停板的市场，虽然股票的波动幅度会更大，但股价的波动自身会形成一个机制，防止流动性短时间枯竭。例如在2015年7月8日，香港股市出现了暴跌，许多股票在两小时内下跌了20%、30%甚至40%，但价格跌到一定程度后总有人觉得便宜并进来抄底，所以当天就出现了股价的暴涨，流动性就回来了。其实，不管股票价格高低，只要有流动性、能够卖出，股票基金的赎回者就必须接受、承受当日的股票收盘价格，而不会把潜在的损失留给尚未赎回的基金投资者。这样的机制比较有效，也比较公平。

总之，我觉得跌停板和基金当日赎回这两个政策之间可能是不配套、不协调的，容易造成不公平的问题，也容易加剧市场流动性迅速枯竭的问题。这完全是一个技术性问题，在2015年的股灾中其实也有所体现。希望有关方面研究一下。

李麟：社会融资总量包括两个方面，一是股类融资产品，二是债类融资产品。当融资总量一定时，股市的波动，将直接导致债市的波动。银行判断企业风险的一个重要指标就是资产负债率。这一轮股市的波动使银行备受煎熬。当时改革的初衷是要增加直接融资的占比，发展多层次的资本市场。这个思路非常好，加大直接融资占比，从而使债务比例下降，整个社会的风险降低，银行的风险也自然降低，银行贷款也越安全。但是现在资本市场波动太大，股市越小，债类融资占的份额越大，这个异动导致银行直接受到冲击，债股的问题是当前的重要问题，我认为“十三五”要着重关注这一问题，因为在中国历史上，债股是不分的，对此我谈四个方面。

第一个方面，从历史上看，我们企业融资属性三资不分，即资本、资产、资金不分。很多企业投资的时候不是用自有资本，而是用银行贷款来投资。改革开放之时，我们都是无产者，没有资本的概念。但是商业银行法规定，银行的资金是有贷款用途的，不按贷款用途是要进行处罚的。从法律规定上，资产、资本、资金都是有属性的。但在我国企业中，普遍存在把资金当作自有资金甚至股本金使用的现象。比如我们一些企业赴美上市，获得资金不是用于经营，而是给自己购置房产。因而，资金没有属性是我们当前的通病，这个问题也导致了银行非常关注股市。股市好，银行就好；股市不好，银行肯定遭罪。导致第二个问题——债转股，债券和股票这两个金融产品有本质的差别，就跟男人和女人一样，差别非常大，不能随意转的，如果随意转，男女的比例就会失衡，导致严重的结构性风险。中国文化上又没有资本性质这个概念，债转股就失去了应有的契约精神。这两者关系的模糊，直接导致后续的金融产品开发没有属性基础。比如现在的一些理财和结构化产品，到底哪

些是债的性质，哪些是股的性质？出了风险，发行人是承担股的责任还是债的责任？

第二个方面，关注债股的问题需要关注民间借贷的问题，债和股的问题虽然让银行比较头疼，但是它的数据上表，毕竟还可以统计、分析。而民间融资基本上是不上表的，现在很多企业的不良问题都与民间融资有关，民间借贷的高利息是非预期的，很难把握，有时候表内情况良好但是企业没有现金流了，钱到哪里去了？民间融资往来。因此民间融资是一个大问题。民间融资和正规金融客观上是伴生的，但有放大作用。经济形势好的时候，民间资金也宽裕，可以帮着银行贷款周转，经济形势不好的时候民间融资也无法周转，我们现在打击民间融资，企业资金周转就很困难。民间融资的突出问题在于有时候利率过高且不可预期，我们难以对其正确判断，但民间融资是当前融资属性不清的一个根源，我们应该将其显性化。

第三个方面，从制度上对债和股需要做出细化的属性规范。债股转换是民间企业家经常使用的非常手法，一会儿是债转股，一会儿是股转债。现在一些企业主将企业资金转到国外，企业自身是空壳，没有流动资金，只有厂房，一旦出现问题，到底是要股还是要贷？企业说了算，银行很被动。事实上，从监管层面来看，银行每次向企业放贷都必须有贷款用途约定，但是企业没有这个意识。而且一到两个关键节点就会动债转股、股转债的心思。

第四个方面，经济形势好的时候，股市好的时候，银行不是主要的融资对象；但是经济形势越不好，企业越是依靠银行。原因之一是历史上，企业依靠银行。另一个原因是我们现在处于通缩—负债陷阱，PPI越低，资产负债率越高。股市不青睐企业，企业只能负债。我非常担心的是当前这类边沿企业对商业银行，乃至整个金融体系的滞后拖累效应。2016年2月的三个PMI都稍微有点起色，但是这点起色是10%~20%的好企业贡献的，70%~80%的企业都是差企业，差企业在银行端贷款

表现反应是滞后的。尽管经济数据是好，但是70%~80%的企业需要银行高度的关注。

救市的经验与教训

主持人：如何看待2015年救市时采取的措施？

缪建民：关于这次救市，我觉得很有必要。股市出现巨幅波动，不仅仅可能引致系统性金融风险，其潜在的社会风险甚至大于金融风险——大量股票交易以散户为主，而他们遭受了较大的损失。所以稳定市场是很有必要的。

然而，这次救市的经验教训也需要反思和总结。建立与现代金融市场相适应的金融监管体系，并形成一套完备的市场救助机制。比如2008年金融危机以来，英国在救市方面显示出了丰富的经验——向银行注资，以至于美国也摒弃了购买有毒资产的方案，以更好地解决系统性风险。我们应该总结他们的经验，深化和完善我们的相关制度，优化市场运行的基础。

高善文：市场传闻在救市的会议上有两派争论，一派争论主张救指数，一派争论主张救机构。如果主张救机构，原则上需要央行公开承诺提供流动性；如果主张救指数，这就要真金白银地拉抬市场。

一些带有阴谋论色彩的分析猜测，主张救指数的意见，背后也许是自身机构深度被套牢，需要有人拉抬股价帮助解套。

实际上1987年美国股灾美联储也是救流动性，救机构，而没有直接救指数。

救流动性的核心是央行站出来承诺，对所有重要机构的流动性提供保障，甚至都不需要央行出钱，市场就能弹起来。也就是说，我们要接受市场和指数的波动，但是要守住流动性的防火墙。

从这一救市策略的重大讨论中，同样反映出许多值得深思的问题。

刘冬：作为机构来看这一次股市波动，实际上出现了两个背离。

一是决策者和决策市场操作者之间的背离。大家可能都看到了决策实施和我们的期待的背离。从市场机构角度来看，首先要计算机构自己的成本，才能了解别人的情况和自己的底线。市场主力的杠杆率以及市场给予我们的出清底线是政府考虑的问题，救市时，在市场上不应该看散户的成本，而是要找市场主力的底线成本，这样才能知道市场给予我们的出清底线，因为到达底线后，主力不会再卖出，也就不会出现更低的价格。救市应该救流动性，而不是救主力的资金。

二是救市的操作者与市场的正规操作方法背离。说到这儿就让人想起2015年光大的“乌龙指”事件，乌龙指操作给市场带来的巨大波动其实没有动用多少钱。如果说我们在救市关键上，还由原有团队，就用这点钱能引发一波向上主力的动向的话，可能我们救市的资金和救市的方法，包括大家的心态都会发生逆转。这说明救市操作方法存在重大的问题。我们归集、收集信息、信号的能力还是比较弱的，由谁来收集这条信号并反馈给决策者，这个很重要，这个传导机制一定要建立起来。这两个背离从市场的操作层面体现出来，我们现在要反思。

瞿强：关于救市有一个说法，说这次股灾是与系统性危机擦肩而过了。但是，如何确定存在系统性危机呢？证据在哪儿？救市的问题一大堆，大家的讨论也很多。两周之前我和魏加宁开过一次会，我俩观点比较一致，认为第一还是决策的透明度。我认为透明度不单纯是市场的信息对称，影响预期，还包括一个责权统一的问题。如果有一个记录在案的决策程序、责任主体，将来做决策的时候一定会相对慎重一点。现在还是不透明，将来写中国的宏观政策史的时候，这段恐怕不太好写。

第二，救助程序中也有很多问题。让中信等的利益相关人来操盘，问题很大。从学术的角度来说是利益冲突，从另外一个角度来说，就是

对人性的不当考验。面对三五十万，可以忍一忍，三五千万也可以忍一忍，但是三五个亿甚至更多的利润在那儿，怎么能忍得住，不能这样考验人性，这个诱惑大部分人是承受不了的。记得2015年6月在CF40的微信群里面，我们有过激烈的争论，我是表示坚决反对救市。这不是胡乱反对，还是有道理的。股市从5000点下跌到4000点的时候，凭什么说发生了股灾？我开玩笑说，好比你把一个人在2014年初的2000点的时候冷冻起来到了2015年6月的时候，你告诉他现在股市4000点，发生了巨大的股灾，这个人一定又晕过去了，还是一年涨一倍。救市的理由有很多，其中之一说是要解决社会问题，因为这次有很多杠杆，但我们看到，就场内而言，能够融资的实际上是持有50万元以上资金的人，这部分人占市场投资者比重不超过5%，而且这部分人中大多数也并没有用杠杆，所以实际上救的还是很小的一部分人。如果让市场自己调整，哪怕调整到3000多点，也不会出大问题。到3000多点的时候，对市场机构提供流动性，对银行体系提供稳定性的救助，那比现在好多了，就用不了那么多钱，现在成本太高了。在市场是3600~3700点的时候冲进去，显然是套进去了，几年都难以解套，而且绝大部分用的市从银行借的钱，有的人说花了1.2万亿元，有的说花了1.8万亿元，取中间数算作1.5万亿元，从银行借年利率是4.7%，成本如此高，谁承担这么大的责任？所以说，从决策到责任都要统一起来。

当时有人说美国也救市。我们仔细研究过格林斯潘的救市做法，他在回忆录中提到了，1987年10月，当股市暴跌508点时，他在晚上绝对没有失眠。第二天早上开市之前发一个文稿，美联储敞开口子提供流动性，原来主要对联储的会员银行提供贴现，现在可以对其他的流动机构、合格票据贴现。仅一句话，市场就稳定住了。当然在美国这样做也有道德风险，经常用这个办法，美国也会出事，但是至少美国的救市并不是直接托市。

引申一下，宏观政策，特别是货币政策应对资产价格泡沫到底是否有效？欧洲人在这一问题上相对乐观。欧央行认为泡沫可识别，央行有

传统的货币政策加宏观审慎等手段，效果也是可预期的。美联储则认为，我们不能假设自己比市场更聪明地判断泡沫，我们也没有手段，货币政策中利率的调整对资金成本的影响，比市场涨跌幅的收益对资金成本的影响要小得多，是一种很迟钝的工具。所以美联储能做的就是充分向市场揭示信息和风险，然后手中留些政策手段，等危机出现时使用，或者说“留点棺材钱”，但不能在市场下跌的中间就与市场作对，这种做法风险太大。经过中国此次救市，我认为美联储还是比较老道的。中国与美联储正好相反，我们自以为可以判断、影响甚至控制市场，而且能采用各种经济、行政乃至更强硬的措施，但是后果如何呢？现在看起来不是很妙。

至于未来，也没有那么悲观。我认为注册制制度还是应该往前推，让大家有一个预期。可能注册制度一出来以后，市场会下来。但下来以后不见得是坏事。为什么呢？因为这恰好可以解决资本市场上的长期矛盾。故意把市场拉高以后，筹资一方和提供储蓄一方的利益就被分割了。但市场经济在长期中不能蒙人，不能老让别人吃亏，这样大家都玩不下去。市场下来以后，大家可以根据自己的判断，合适就买，这样市场才能逐渐稳定下来。如果还是现在这个思维，想人为地把市场搞上去，通过市场来解决一些困难，那市场还得折腾。未来注册制还是要做，当然，如果没有配套的法制，注册制的风险大家也是心里有数的。

尹艳林：要辩证地看待股市异动。这次股市的异常波动造成的负面影响很大，社会和政府都付出了成本代价，这其中就包括政府的信誉、管理能力等方面。但是，我们也要看到由此带来的“正向”影响。首先，这次股市异常波动使中央下决心对金融体制进行改革，这个意义非常大。这次股灾以后，五中全会对金融改革提出了非常明确的要求，在中央经济工作会议上作出了更加明确部署，对改革的方向提出了非常明确的要求，这说明中央已经充分认识到现在的监管体制不适应金融市场的发展，以至影响到整个社会和经济发展。其次，是思想认识上的影响。这次异常波动使有关部门和官员认识到市场的力量，认识到政府不是万

能的。三中全会强调，要使市场在资源配置中起决定性作用和更好发挥政府作用。虽然我们现在还是在强调要更好地发挥政府作用，但更多的是要发挥市场的作用。有关部门在股市上的“无能为力”或“应对失措”，也使人们认识到，市场经济是复杂的，“两融”、杠杆化及程序化，这些都不是原来可以想象的。每往市场经济的方向走一步，我们的监管就可能跟不上。最后，通过这次市场波动使我们认识到体制存在的问题，包括期货市场的T+0、现货市场的T+1、配资、融资融券等。因此，我们要辩证地看问题，这次股市波动带给我们很多经验和教训，应该很好地总结，从而促进体制改革。

监管改革亟须推进

主持人：结合此次救市的经验，下一步我国金融监管需进行哪些配套改革？

刘晓春：我补充几点想法。

第一，明确监管定位。我们不能把监管当作随时随地要执行阶段性中央政策的一种工具方式，如果这样，必然导致监管的导向在不断变动之中，这是一个很大的问题。对于“一行三会”来讲，监管的内容本身是不一样的，同时对被监管机构的经营不能像指挥部队一样来指挥的，但目前我们的监管机构往往都把其监管对象当作其指挥的部队来看待。银行相对比较容易贯彻中央政策精神，但是如果让证监会去指挥证券公司服务“三农”，这就比较困难。因此，我认为金融监管的方向应有恒定的目标。

第二，必须区分调节市场的手段和监管市场的手段。这是与第一个问题监管定位相关联的，在实践中我们有时会混淆这两者。调节市场的手段可以有所变化，但是监管的政策和手段应该相对恒定，2015年的股灾发生后，领导层一着急就把监管政策和调节手段打乱了。

第三，我赞同分业监管。因为术业有专攻，不能因为混业经营而采取混业监管，这个逻辑是不成立的。但是分业监管不能简单化，变成分机构监管。比如在香港，债券是由证监会来监管，是证监会来发放牌照。所谓的分业不是变成行业或者机构分类，这一点我觉得可能需要改变。混业经营也不等于不同的机构之间都无差别了。银行还是应该在一定的范围内，有些业务由证监会监管，有些业务由保监会监管，还是对银行可开办的业务还是要有所限定。专业监管不仅是发放牌照的问题，对没有拿到牌照而做这些业务的人和机构也要监管并依法处罚。

第四，监管理念方式的问题。从2015年的情况来看，我们的监管方式还是计划经济条件下监管银行的方式，或者说是上级对下级的监管方式，一旦出现问题，找到毛病马上检查，改变政策，以新的政策处理人，然后立即整改，这就带来一个大问题。假如以前配资是按1∶10配的，现在规定只能1∶3，就开始检查、处分之前为什么给1∶10的配资比例，并要求所有存量立即改为1∶3。这对市场的影响可想而知。对于这种情况，我觉得应该是确立一个1∶3开始的日期，之前的1∶10到期之后再改变，未到期之前可以允许其继续做下去。以前当我们认为对煤炭行业、钢铁行业贷款多了，要压缩贷款进行处理，影响的无非是这些企业，对市场的副作用相对较小。如果现在继续采用这样的金融监管方式和理念，一定会在市场上出现大量的跨市场风险问题。从2015年的股灾救市的情况来看，这是导致监管混乱的重要原因之一。

第五，关于去杠杆的问题。股市有泡沫的杠杆和进入股市资金本身的杠杆，两者在概念上完全不同，但是现在论述中混淆了两者，我们应该在分析股灾成因时将两者区分开来。

尹艳林：要以发展的眼光看待股市异动。这次异常波动后，国务院还专门出台了发展直接融资的意见。这说明，金融市场发展面临的最大的问题还是直接融资不够，不是股市出现波动，我们就不需要股市了。在社会主义市场经济条件下，发展资本市场，还是要坚持市场化改革的

方向。市场体系在往市场化方向发展，现在要做的不是把市场往回拉，来适应现行体制，而是要考虑如何让体制往市场靠近，更加适应市场发展的需要。这样才是往前看，才能不断完善我们的体制和监管制度、监管机构、监管框架，促进金融健康发展。我们要坚信中央有这样的改革决心。

---

1. 本文节选自2015年7月7日召开的CF40·青年论坛内部研讨会“股市震荡与系统性风险”的圆桌讨论，由中国金融四十人论坛秘书处整理，经作者审核。
2. 本文节选自2015年8月9日召开的CF40双周内部研讨会第130期“股市震荡的政策应对”的圆桌讨论，由中国金融四十人论坛秘书处整理，经作者审核。
3. 本文节选自2016年4月9日下午召开的2016年中国金融四十人论坛年会专场二“近期中国股市异动的反思”的圆桌讨论，由中国金融四十人论坛秘书处整理，经作者审核。

附录二
中国股市异动大事记

（2015~2016年初）

2015年1月，上证指数由2014年7月的2200点升至3300点。

2015年5月21日，上证指数升至4500点。

2015年6月5日，上证指数突破5000点大关，并进一步在6月12日攀升至5178.19点。

2015年6月12日，中国证券业协会发布《证券公司外部接入信息系统评估认证规范》,开始严查场外配资。

2015年6月15日，上证指数跌破5100点。

2015年6月19日，上证指数跌破4500点，跌幅达6.42%。沪深两市千股跌停。

2015年6月27日，央行宣布年内首次双降，降息0.25个百分点，对金融机构定向降准0.5个百分点。

2015年6月29日，上证指数跌破4000点。

2015年6月29日，财政部、人力资源和社会保障部发布《养老金入市办法征求意见》。

2015年7月1日，证监会宣布券商两融管理新规，券商可自主决定强

制平仓线。

2015年7月3日，证监会决定证金公司大幅增资扩股，由现有240亿元增资到1000亿元。增资扩股后，证金公司将其用于扩大业务规模，维护资本市场稳定。

2015年7月4日上午，证监会召集21家证券公司紧急会议，决定21家券商以不低于1200亿元投资蓝筹股ETF，且上证综指4500点以下时不减持。

2015年7月4日下午，国务院会议决定暂停IPO。

2015年7月7日，中金所对中证500指数期货客户单向开仓交易限制为1200手。

2015年7月8日，央行发布《关于支持股票市场稳定发展的声明》，正式宣布对证金公司提供无限流动性，守住不发生系统性、区域性金融风险的底线。

2015年7月8日，中金所大幅提高中证500股指期货合约的卖出持仓保证金比例至20%。

2015年7月8日，国资委要求国有金融企业和其他央企不得减持所控股上市公司股票，并加大对股价严重偏离其价值的央企控股上市公司股票的增持力度。

2015年7月8日，上证指数进一步跌至3507.19 点。

2015年7月9日，监管部门要求上市公司从“大股东增持、回购股票、董监高增持、股权激励、员工持股计划”五项措施中选择一个送利好。

2015年7月9日，证金公司再度提高中证500期货保证金至30%。

2015年7月9日，公安部门会同监管部门排查近期恶意卖空股票与股指的线索。

2015年7月9日，A股大盘企稳反弹，回升至3700点。

2015年8月3日，沪深证交所将融券业务从原来的T+0调整为T+1。

2015年8月11日，央行改革中间价报价机制，引起人民币大幅贬值，市场开始担忧资本外流，对股市产生震荡。

2015年8月14日，监管部门宣布证金公司将部分股票转让给中央汇金公司，今后若干年内不会退出市场，但一般不入市操作。部分市场人士解读为救市资金将退出，市场紧张情绪加剧。

2015年8月18日，上证综指再次大幅下跌，跌幅达6.15%。

2015年8月22日，证监会第一轮违规减持案件审查完毕。

2015年8月26日，A股跌至2927点，最低触及2851点。

2015年8月26日，央行降息25基点，降准50基点，进一步降低企业融资成本。

2015年9月18日，证监会第二轮违规减持案件审查结束。

2015年10月9日，证监会发布《证券期货市场程序化交易管理办法（征求意见稿）》，对程序化交易做出严格规定。

2015年11月初，上证综指重新站上3500点。

2015年底至2016年初，人民币对美元汇率持续走弱。

2016年1月4日，上证综指暴跌至3296点，跌幅6.86%。

2016年1月4日“熔断机制”正式生效，当日市场触发熔断。

2016年1月7日，熔断再次触发，熔断机制宣布暂停。

2016年1月28日，上证综指跌至2655.66点。